

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
FİNANSAL İKTİSAT VE BANKACILIK PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

DAVRANIŞSAL FİNANS PERSPEKTİFİNDEN YATIRIMCI
TERCİHLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Sibel TUĞLU

Danışman
Dr. Öğr. Üyesi Kerim Eser AFŞAR

İZMİR-2019

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “DAVRANIŞSAL FİNANS PERSPEKTİFİNDEN YATIRIMCI TERCİHLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ” adlı çalışmanın akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

.../.../.....

Sibel TUĞLU

İmza

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

Davranışsal Finans Perspektifinden Yatırımcı Tercihlerinin Değerlendirilmesi

Sibel TUĞLU

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

Finansal İktisat ve Bankacılık Programı

Geleneksel finans; insanların daima rasyonel kararlar aldığı, gelecek hakkındaki tahminlerinde önyargılı olmadığı ve piyasaların etkin olduğu varsayımlarına dayalı olarak geliştirilmiştir. Dolayısıyla geleneksel finans teorilerinde, insanların rasyonel hareket ettiği varsayıldığından, insan psikolojisinin bir önemi bulunmamakta; insan davranışları mekanik kabul edilmektedir. Fakat yapılan ampirik çalışmalarda bu varsayımlara ters düşecek bulgular tespit edilmiş, belirsizlik ve risk altında bireylerin daima rasyonel davranmadıkları görülmüştür. Bireylerin bu irrasyonel davranışlarını açıklamak için sosyoloji, özellikle de psikoloji bilim dallarının katkılarıyla gerçekleştirilen çalışmalar neticesinde ‘davranışsal finans’ literatürde yerini almaya başlamıştır. Bireyler, gelecek hakkındaki tahminlerinde duygular, eğilimler ve önyargılar gibi psikolojik unsurlardan etkilenmekte ve yatırımlarını bu etki altında şekillendirmektedirler. Davranışsal finans ayrıca bireylerin davranışsal eğilimlerini dikkate alarak modeller oluşturmakta ve böylece geleneksel finansın açıklayamadığı piyasa anomalilerini açıklanır hale getirmektedir.

Bu çalışmada, bireylerin etkilendikleri psikolojik önyargılar davranışsal finans perspektifinden değerlendirilmiştir. Ulusal ve uluslararası literatürdeki davranışsal finans konulu çalışmalar incelenmiştir. Bu çalışmada ilk olarak geleneksel finans kuramına ait teori model ve hipotezler kapsamlı bir şekilde açıklanmış ve geleneksel finansa tepki olarak ortaya çıkan davranışsal finansın

gelişimine ilişkin bilgiler verilmiş, finansal piyasalardaki anomaliler ve davranışsal finans modelleri incelenmiştir.

İkinci bölümde uygulama kısmına ilişkin alt yapıyı oluşturmak amacıyla yatırımcıların finansal kararlarını yönlendiren önyargılar açıklanmış, bu önyargılarla ilgili yapılan çalışmalardan örnekler verilmiş ve bu önyargıların yatırımcı kararlarına etkisi anlatılmıştır. Bu noktada psikolojik önyargıların bireylerin optimal yatırım kararları verme yeteneklerini engellediği ve bunun da ancak bireysel açıdan psikolojik önyargıların tanınmasına paralel olarak üstesinden gelebildiği ve bu çerçevede kişisel serveti arttırabildiği ileri sürülmektedir.

Son olarak bu önyargıların yatırımcı kararlarını etkileyip etkilemediğini, etkilediyse ne derece etkilediğini tespit etmek amacıyla yerli ve yabancı literatürden hareketle bir anket formu hazırlanıp, bireysel yatırımcılar baz alınarak tesadüfi örneklem yoluyla belirlenen 425 katılımcıya yüz yüze görüşme yöntemiyle anket uygulanmış ve elde edilen bulgular bu önyargılar kapsamında değerlendirilmiştir. Sonuç olarak bireysel yatırımcıların risk ve belirsizliklerle dolu dünyada rasyonaliteden saptıkları, psikolojik önyargılarının etkisi altında kaldıkları dolayısıyla davranışsal finans eğilimlerini orta ve ortanın üzerinde bir düzeyde taşıdıkları tespit edilmektedir. Çalışma sonuçları değerlendirildiğinde literatürdeki benzer çalışmaların sonuçları ile paralellik gösterdiği saptanmıştır. Bu çalışmanın, Türkiye’de yeni gelişen davranışsal finans literatürüne ve gelecek çalışmalara güvenilir bir kaynak olarak ışık tutması ve katkıda bulunması beklenmektedir.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Finans, Bireysel Yatırımcı, Finansal Karar, Psikolojik Önyargı, Anomali, Risk ve Belirsizlik, Davranışsal Finans Eğilimi.

ABSTRACT

Master's Thesis

Evaluation of Behavioral Finance Perspective Investor Preferences

Sibel TUĞLU

Dokuz Eylul University

Graduate School of Social Sciences

Department of Economics

Financial Economics and Banking Program

Traditional finance; has been developed based on the assumption that individuals always make rational decisions, that they are not biased in their predictions about the future and that the markets are effective. Consequently in traditional financial theories, assuming that people act rationally, human psychology does not matter; human behaviors are considered mechanical. However, in empirical studies, the findings that would contradict these assumptions have been determined and it was observed that the individuals who were always under the risk of uncertainty and risk did not behave rationally. In order to explain these irrational behaviors of individuals, sociology, as a result of the studies carried out with the contributions of psychology disciplines in particular, it started to take its place in the literature on ‘behavioral finance’. Individuals are affected by psychological factors such as emotions, tendencies and prejudices in their predictions about the future and shape their investments under this influence. Behavioral finance also creates models by taking into account the behavioral tendencies of individuals and thus makes the market anomalies that traditional finance cannot explain.

In this study; psychological prejudices in which individuals are affected had evaluated from a behavioral finance perspective. A comprehensive domestic and foreign literature review on behavioral finance has been done. In this thesis, the theory and hypothesis that belong of the traditional financial theory had explained extensively and information related to the development of behavioral

finance emerged in reaction to traditional financing had given, the anomalies in financial markets and behavioral finance models are examined.

In the second chapter, prejudices that guide the financial decisions of investors had explained in order to create the infrastructure for the implementation part, examples of the studies on these prejudices were given and the impact of these prejudices on investor decisions had explained. At this point, it is alleged that psychological prejudices prevent individuals' ability to make optimal investment decisions and this can only be overcome in parallel with the recognition of psychological prejudices and in this context can increase personal wealth.

Finally, in order to determine whether these prejudices affect investor decisions and to what extent they affect, a questionnaire form was prepared based on the domestic and foreign literature and 425 participants were interviewed face-to-face on the basis of individual investors and the findings were evaluated within the context of these prejudices. As a result, it is determined that individual investors have rationality in the world filled with risks and uncertainties, they are under the influence of psychological prejudices and therefore they have a tendency to behave more than middle and middle. When the results of the study were evaluated, it was found to be in parallel with the results of similar studies in the literature. This study, on the emerging behavioral finance literature as a reliable source for future studies in Turkey and is expected to contribute and to shed light.

Keywords: Behavioral Finance, Individual Investor, Financial Decision, Psychological Bias, Anomaly, Risk and Uncertainty, Behavioral Finance Bias.

İÇİNDEKİLER

TEZ/PROJE ONAY SAYFASI	ii
YEMİN METNİ	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	viii
KISALTMALAR LİSTESİ	xiv
TABLolar LİSTESİ	xv
ŞEKİLLER LİSTESİ	xviii

GİRİŞ	1
-------	---

BİRİNCİ BÖLÜM

GELENEKSEL FİNANS VE DAVRANIŞSAL FİNANS

1.1. GELENEKSEL FİNANS KURAMINA AİT TEORİ, MODEL VE HİPOTEZLER	6
1.1.1. Beklenen Fayda Teorisi	7
1.1.2. Bayeşçi Öğrenme Teorisi	12
1.1.3. Modern Portföy Teorisi	13
1.1.4. Varlık Fiyatlama Modelleri	15
1.1.4.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli	15
1.1.4.2. Arbitraj Fiyatlama Modeli	18
1.1.5. Etkin Piyasalar Hipotezi Kavramı, Kapsamı ve Varsayımları	19
1.1.5.1. Zayıf Tipte Piyasa Etkinliği	21
1.1.5.2. Yarı-Güçlü Tipte Piyasa Etkinliği	22
1.1.5.3. Güçlü Tipte Piyasa Etkinliği	22
1.2. DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI VE DAVRANIŞSAL FİNANSIN TEMELLERİ	25
1.2.1. Davranışsal Finans Kavramı	25
1.2.2. Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi	28

1.2.3. Davranışsal Finansın Amaçları	30
1.2.4. Davranışsal Finansın İlişkili Olduğu Bilim Dalları	31
1.2.4.1. Psikoloji	32
1.2.4.2. Sosyal Psikoloji	33
1.2.4.3. Sosyoloji	34
1.2.4.4. Antropoloji	36
1.2.5. Kahneman ve Tversky Beklenti Teorisi	37
1.2.5.1. Beklenti Teorisinin İşleyişi	39
1.2.5.1.1. Düzeltme Süreci (Editing process)	40
1.2.5.1.2. Değerlendirme Süreci	41
1.2.5.1.3. Değer Fonksiyonu (The Value Function)	42
1.2.5.1.4. Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu (Probability Weighting Function)	45
1.2.5.2. Hayal Kırıklığından Kaçınma Teorisi	47
1.2.5.3. Pişmanlık Teorisi	48
1.3. FİNANSAL PİYASALARDAKİ ANOMALİLER VE DAVRANIŞSAL FİNANS MODELLERİ	49
1.3.1. Finansal Piyasalarda Anomaliler	49
1.3.1.1. Takvimsel Anomaliler	50
1.3.1.1.1. Günlere İlişkin Anomaliler	50
1.3.1.1.2. Aylara İlişkin Anomaliler	53
1.3.1.1.3. Tatil Günlerine İlişkin Anomaliler	57
1.3.1.2. Fiyat Anomalileri	58
1.3.1.2.1. Eksik-Yetersiz Reaksiyon	59
1.3.1.2.2. Aşırı Reaksiyon	61
1.3.2. Davranışsal Finans Modelleri	63
1.3.2.1. Temsili Yatırımcı-Representative Agent Modeli	64
1.3.2.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli	65
1.3.2.3. Hong ve Stein Modeli	67

İKİNCİ BÖLÜM
YATIRIMCILARIN FİNANSAL KARARLARINI YÖNLENDİREN
PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR VE BU ÖNYARGILARIN YATIRIMCI
KARARLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

2.1. BİLİŞSEL YANLILIK	73
2.1.1. Aşırı Güven	73
2.1.2. Kontrol Yanılsaması	75
2.1.3. Aşırı İyimserlik	77
2.1.4. Aşırı Tepki	78
2.1.5. Düşük Tepki	79
2.1.6. Kendine Atfetme Yanlılığı	80
2.1.7. Çerçeveleme Etkisi	81
2.2. GEÇMİŞİ HESABA KATMAK	83
2.2.1. Kolay Para Etkisi	84
2.2.2. Riskten Kaçınma (Yılan Sokma Etkisi)	85
2.2.3. Belirsizlikten Kaçınma	86
2.2.4. Başabaş Etkisi	88
2.2.5. Statüko Yanlılığı	89
2.2.6. Muhafazakârlık Yanlılığı	90
2.2.7. Bilişsel Çelişki	91
2.3. GURUR VE PİŞMANLIK	92
2.3.1. Kayıptan Kaçınma	93
2.3.2. Pişmanlıktan Kaçınma	95
2.4. HEVRİSTİKLER	97
2.4.1. Temsililik Hevristiki	98
2.4.2. Aşına Olma Hevristiki	100
2.4.3. Çıpalama ve Düzeltme Zihinsel Kısayolu	102
2.4.4. Mevcudiyet Hevristiki	105
2.5. ZİHİNSEL(MENTAL) MUHASEBE	107
2.6. SÜRÜ DAVRANIŞI	113
2.6.1. Rasyonel Sürü Davranışı	115

2.6.1.1. Bilgiye Dayalı Sürü Davranışı	116
2.6.1.2. Saygınlığa Dayalı Sürü Davranışı	117
2.6.1.3. Ücrete Dayalı Sürü Davranışı	119
2.6.2. İrrasyonel Sürü Davranışı	120

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DAVRANIŞSAL EĞİLİMLERİN YATIRIMCI PSİKOLOJİSİNE ETKİLERİNİN TESPİTİNE YÖNELİK AMPİRİK ANALİZ

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI, KISITLARI VE HİPOTEZLERİ	123
3.1.1. Çalışmanın Amacı ve Önemi	123
3.1.2. Literatür Çalışması	124
3.1.3. Ölçek Geliştirme Aşamaları	129
3.1.4. Ana Kütle ve Verilerin Toplanması	130
3.1.5. Araştırmanın Kısıtları	131
3.1.6. Elde Edilen Verileri Analiz Etmek İçin Kullanılan İstatistikî Teknikler	132
3.2. ARAŞTIRMANIN BULGULARI VE SONUÇLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ	132
3.2.1. Bireysel Yatırımcıların Sosyo-Demografik Özelliklerinin Analizi	133
3.2.2. Bireysel Yatırımcıların Finansal Profillerinin Analizi	136
3.2.3. Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararlarında Etkilendikleri Temel Psikolojik Eğilimlerin Tespitine Yönelik Analiz	144
3.2.3.1. Aşırı Güven Yanlılığı İçeren Önermelerin Analizi	145
3.2.3.2. Aşırı İyimserlik Yanlılığı İçeren Önermelerin Analizi	147
3.2.3.3. Kendine Atfetme Yanlılığı İçeren Önermenin Analizi	149
3.2.3.4. Çerçeveleme Yanlılığı İçeren Önermenin Analizi	150
3.2.3.5. Aşırı Tepki Yanlılığı İçeren Önermenin Analizi	152
3.2.3.6. Belirsizlikten Kaçınma Yanlılığı İçeren Önermelerin Analizi	153
3.2.3.7. Muhafazakârlık Yanlılığı İçeren Önermelerin Analizi	155
3.2.3.8. Kayıptan Kaçınma Yanlılığı İçeren Önermenin Analizi	157
3.2.3.9. Pişmanlıktan Kaçınma Yanlılığı İçeren Önermenin Analizi	158

3.2.3.10. Yatkinlık Etkisi İçeren Önermenin Analizi	159
3.2.3.11. Kesinlik Etkisi İçeren Önermelerin Analizi	161
3.2.3.12. Mevcudiyet (Bulunabilirlik) Hevristik Yanlılığı İçeren Önermelerin Analizi	162
3.2.3.13. Temsililik Hevristik Yanlılığı İçeren Önermenin Analizi	164
3.2.3.14. Kumarbaz Yanlılığı Analizi	165
3.2.3.15. Aşinalık Yanlılığı İçeren Önermelerin Analizi	166
3.2.3.16. Zihinsel (Mental) Muhasebe Önermesi Analizi	168
3.2.3.17. Sürü Davranışı Yanlılığı İçeren Önermelerin Analizi	170
3.2.4. Araştırmanın Hipotezleri ve Ki-Kare (χ^2 / Chi Square) Testi ile Değerlendirilmesi	172
3.2.4.1. Verilerin ‘Cinsiyet’ ve ‘Riske Karşı Tutum’ Açısından Analizi	173
3.2.4.2. Verilerin ‘Cinsiyet’ ve ‘Aşırı Güven Eğilimi’ Açısından Analizi	175
3.2.4.3. Verilerin ‘Cinsiyet’ ve ‘Aşına Olanı Tercih Etme Eğilimi’ Açısından Analizi	176
3.2.4.4. Verilerin ‘Cinsiyet’ ve ‘Sürü Davranışı Eğilimi’ Açısından Analizi	178
3.2.4.5. Verilerin ‘Cinsiyet’ ve ‘Belirsizlikten Kaçınma Eğilimi’ Açısından Analizi	179
3.2.4.6. Verilerin ‘Yaşanılan Coğrafi Alan’ ve ‘Riske Karşı Tutum’ Açısından Analizi	181
3.2.4.7. Verilerin ‘Yaşanılan Coğrafi Alan’ ve ‘Aşırı Güven Eğilimi’ Açısından Analizi	183
3.2.4.8. Verilerin ‘Yaşanılan Coğrafi Alan’ ve ‘Aşına Olunanı Tercih Etme Eğilimi’ Açısından Analizi	185
3.2.4.9. Verilerin ‘Yaşanılan Coğrafi Alan’ ve ‘Sürü Davranışı Eğilimleri’ Açısından Analizi	187
3.2.4.10. Verilerin ‘Yaşanılan Coğrafi Alan’ ve ‘Belirsizlikten Kaçınma Eğilimleri’ Açısından Analizi	189

SONUÇ VE ÖNERİLER
KAYNAKÇA

192
203



KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AFM	: Arbitraj Fiyatlama Modeli
AMEX	: Amerikan Menkul Kıymetler Borsası (American Stock Exchange)
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BİST	: Borsa İstanbul
Bkz.	: Bakınız
BM	: Birleşmiş Milletler
CAPM	: Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli
GSMH	: Gayri Safi Milli Hâsıla
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
NYSE	: New York Menkul Kıymetler Borsası (New York Stock Exchange)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPSS	: Statistical Packag for the Social Sciences
S&P	: Standard & Poor's
vb.	: Ve benzeri
vd.	: Ve diğerleri

TABLolar LİSTESİ

- Tablo 1:** Güvenilirlik Analizi s.132
- Tablo 2:** “Yatırımlarım İçin Aldığım Kararlarda Kendime Olan Güvenim Çok Yüksek” Önermesi s.146
- Tablo 3:** “Benim Yatırım Tercihlerim Daima Piyasaya Göre Daha Fazla Getiri Sağlar” Önermesi s.147
- Tablo 4:** “Önümüzdeki 12 Ay İçerisinde Yatırımlarım Piyasa Ortalamasından Daha Yüksek Bir Getiri Sağlayacaktır” Önermesi s.148
- Tablo 5:** “Gelecek Dönemde Yerel ve Uluslararası Piyasalarda Meydana Gelecek Ekonomik Gelişmelerin Pozitif Yönlü Olacağını Düşünüyorum” Önermesi s.149
- Tablo 6:** “Finansal Yatırımlarımdaki Başarıyı Kendime, Başarısızlığı Sektör, Piyasa, Makroekonomik Değişkenler Gibi Dışsal Faktörlere Bağlıyorum” Önermesi s.150
- Tablo 7:** “Çerçeveleme Etkisi” Önermesi s.151
- Tablo 8:** “Yatırımlarımı Oluşturan Finansal Varlıklara İlişkin Gelen İyi Ya Da Kötü Haberlere Dayanarak Derhal İşlem Yaparım” Önermesi s.152
- Tablo 9:** “Küçük Bankalar Büyük Bankalara Göre Daha Yüksek Faiz Verse Bile Tasarruflarımı Büyük Bankalara Yapmayı Tercih Ederim” Önermesi s.153
- Tablo 10:** “Güvenli Fakat Getirisi Düşük Yatırım Araçlarını Güvensiz ve Yüksek Getirili Yatırım Araçlarına Tercih Ederim” Önermesi s.154
- Tablo 11:** “Yatırımlarımı Yaparken Çok Dikkatli Davranıp Karar Alırım ve Daha Sonra Bu Kararlarımı Kolay Kolay Değiştirmem” Önermesi s.155
- Tablo 12:** “İyi Olduğunu Düşündüğüm Bir Şirkete Yatırım Yaptıktan Sonra Bu Şirket Hakkında Gelen Kötü Haberlere İtibar Etmem” Önermesi s.156
- Tablo 13:** “Finansal Yatırımlarımda İyi Bir Durumdan Kötü Bir Duruma Düştüğümde Hissettiğim Acı, Kötü Bir Durumdan İyi Bir Duruma Yükseldiğimde Hissettiğim Sevinçten Daha Fazladır” Önermesi s.157
- Tablo 14:** “Zarar Ediyor Olduğum Yatırım Araçlarımı Zararımı Karşılıncaya Kadar Elden Çıkarmam” Önermesi s.159

- Tablo 15:** “Nakite İhtiyacınızın Olduğu Bir Durumda Aynı Maliyete Sahip İki Hisseli Portföyünüzden Aldığınızdan Beri %25 Kazandırmış Olan A Hisselerini Mi Yoksa %25 Kaybettirmiş Olan B Hisselerini Mi Satarsınız” Önermesi s.160
- Tablo 16:** “Bir Yatırım Kararı Verme Durumunda Hangisini Tercih Edersiniz” Önermesi s.161
- Tablo 17:** “Bir Yatırım Kararı Verme Durumunda Hangisini Tercih Edersiniz” Önermesi s.162
- Tablo 18:** “Geleceğin Geçmişin Bir Tekrarı Olacağına İnanırım ve Yakın Geçmişteki Verilerden Yatırım Kararlarımı Alırken Fazlasıyla Yararlanırım” Önermesi s.163
- Tablo 19:** “Bir Yatırım Aracı Belli Bir Süre Kar/Zarar Ederse Bir Süre Sonra Aynı Karı/Zararı Tekrar Edecektir” Önermesi s.164
- Tablo 20:** “İyi Firmaların Borsa Performansı da Çok İyidir.” Önermesi s.165
- Tablo 21:** “Hilesiz Bir Madeni Para 10 Defa Havaya Atılmış ve Her Defasında Yazı Gelmiştir. Madeni Para 11. Defa Havaya Atıldığında Ne Geleceğini Düşünürsünüz?” Önermesi s.166
- Tablo 22:** “Yaşadığım Yere Yakın Olan ve Bildiğim Şirketlerin Hisselerine Yatırım Yaparım” Önermesi s.167
- Tablo 23:** “Kamuoyunca Bilinen Şirketlerin Hisseleri İyidir Görüşü Benim İçin Önemlidir” Önermesi s.168
- Tablo 24:** “Şubat Ayında 5 Ay Sonrası İçin 5 Günlük Bir Tatil Planlıyorsunuz ve Tatilin Maliyeti 4000 TL. Tatilin Ücretini Ödeme Şekli İle İlgili Sunulan” Önerme s.169
- Tablo 25:** “Yatırımcıların Çoğunlukla Tercih Ettiği Yatırım Araçları Daima En Yüksek Getiriyi Sağlar” Önermesi s.170
- Tablo 26:** “Bir Yatırım Aracı Hakkında Sahip Olduğum Bilgilerin Başka Yatırımcılar Tarafından Da Onaylanıyor Olması Doğru Yolda Olduğumu Gösterir” Önermesi s.171
- Tablo 27:** “Yatırımcıların Yatırım Kararlarını Dikkatle İzlerim ve Benzer Şekillerde Yatırım Yaparım” Önermesi s.172
- Tablo 28:** Yatırımcıların ‘Cinsiyeti’ İle ‘Riske Karşı Tutumları’ Arasındaki İlişki Tablosu s.174

Tablo 29: Yatırımcıların ‘Cinsiyeti’ İle ‘Aşırı Güven Eğilimleri’ Arasındaki İlişki Tablosu	s.175
Tablo 30: Yatırımcıların ‘Cinsiyeti’ İle ‘Aşına Olanı Tercih Etme Eğilimleri’ Arasındaki İlişki Tablosu	s.177
Tablo 31: Yatırımcıların ‘Cinsiyeti’ İle ‘Sürü Davranışı Eğilimleri’ Arasındaki İlişki Tablosu	s.178
Tablo 32: Yatırımcıların ‘Cinsiyeti’ İle ‘Belirsizlikten Kaçınma Eğilimleri’ Arasındaki İlişki Tablosu	s.180
Tablo 33: Yatırımcıların ‘Yaşadıkları Coğrafi Alan’ ile ‘Riske Karşı Tutumları’ Arasındaki İlişki Tablosu	s.182
Tablo 34: Yatırımcıların ‘Yaşadıkları Coğrafi Alan’ İle ‘Aşırı Güven Eğilimi’ Arasındaki İlişki Tablosu	s.184
Tablo 35: Yatırımcıların ‘Yaşadıkları Coğrafi Alan’ İle ‘Aşına Olanı Tercih Etme’ Eğilimleri Arasındaki İlişki Tablosu	s.186
Tablo 36: Yatırımcıların ‘Yaşadıkları Coğrafi Alan’ İle ‘Sürü Davranışı Eğilimleri’ Arasındaki İlişki Tablosu	s.188
Tablo 37: Yatırımcıların ‘Yaşadıkları Coğrafi Alan’ ile ‘Belirsizlikten Kaçınma Eğilimleri’ Arasındaki İlişki Tablosu	s.190

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Risk Karşısında Yatırımcı Tipleri	s.8
Şekil 2: Riskten Kaçan Yatırımcının ‘Marjinal Fayda’ Grafiği	s.8
Şekil 3: Riske Kayıtsız Kalan Yatırımcının ‘Marjinal Fayda’ Grafiği	s.9
Şekil 4: Riski Seven Yatırımcının ‘Marjinal Fayda’ Grafiği	s.10
Şekil 5: Beklenen Fayda Teorisine Göre Fayda Fonksiyonu	s.11
Şekil 6: Etkin Piyasalar Hipotezi	s.21
Şekil 7: Üç ayrı Formdaki Piyasa Etkinliğinin Birbirleri İle İlişkisi	s.23
Şekil 8: Davranışsal Finans ve İlişkili Olduğu Davranış Bilimleri	s.32
Şekil 9: Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu	s.43
Şekil 10: Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu	s.46
Şekil 11: Ankete Katılan Yatırımcıların Cinsiyetlerine Göre Dağılım Grafiği	s.133
Şekil 12: Ankete Katılan Yatırımcıların Yaş Gruplarına Göre Dağılım Grafiği	s.134
Şekil 13: Ankete Katılan Yatırımcıların Eğitim Aldıkları Alana Göre Dağılım Grafiği	s.134
Şekil 14: Ankete Katılan Yatırımcıların Aylık Gelir Düzeylerine Göre Dağılım Grafiği	s.135
Şekil 15: Ankete Katılan Yatırımcıların Yaşadığı Yere Göre Dağılım Grafiği	s.136
Şekil 16: Ankete Katılan Yatırımcıların Finansal Araçlara Yatırım Yaptığı Yıl Aralıklarına Göre Dağılım Grafiği	s.137
Şekil 17: Yatırımcıların Bütçelerinden Yatırımları İçin Ayırdıkları Paylara Göre Dağılım Grafiği	s.138
Şekil 18: Yatırımcıların Riske Girme Eğilim Grafiği	s.138
Şekil 19: Yatırımcıların Bulundukları Yatırım Araçları Sayısına Göre Dağılım Grafiği	s.139
Şekil 20: Yatırımcıların Tercih Ettikleri Yatırım Araçları Dağılım Grafiği	s.140
Şekil 21: Yatırımcıların Yatırım Tercihlerinde Göz Önünde Buldukları Temel Faktöre Göre Dağılım Grafiği	s.141
Şekil 22: Yatırımcıların Yatırım Araçları Tercihinde Göz Önünde Buldukları Bilgi Kaynakları Dağılım Grafiği	s.142

Şekil 23: Yatırımcıların Yüksek Kazanç Sağlayabilmesi İçin Barındırması Gereken
Özelliğe Göre Dağılım Grafiği s.143

Şekil 24: Yatırımcıların Taşıdıkları Kişilik Özelliklerine Göre Dağılım Grafiği s.144



GİRİŞ

Finansal piyasalarda yatırımcılar, piyasanın üzerinde bir getiri sağlamak isterler. 1950'lerden sonra finansal piyasalarda devrim yaratan geleneksel finans teorileri piyasanın üstünde bir getiri elde edilemeyeceğini ileri sürmüşlerdir. Bu modeller; Beklenen Fayda Teorisi, Bayeşçi Öğrenme Teorisi, Modern Portföy Teorisi, Varlıkları Fiyatlama Modelleri, Etkin Piyasalar Hipotezidir. Modeller birbirini tamamlar niteliktedir ve temelinde iki kavrama dayanmaktadır. Rasyonel insan ve etkin işleyen piyasalar.

Geleneksel Finans Teorisinde insan psikolojisinin bir önemi yoktur. Geleneksel Finans Teorisine göre yatırımcılar daima akılcı (rasyonel) davranmaktadırlar. Geleneksel finansın rasyonel kabul ettiği bireyleri belirsiz durumlarda riskten kaçan, kendi çıkarlarını en iyi koruyan, bencil ve kârını-faydasını maksimize eden tek tip yatırımcılar olarak tanımlamaktadır. Bu yatırımcılar piyasadaki mevcut bilgilerden faydalanarak, sadece risk ve getiriyi dikkate almak suretiyle faydalarını maksimize ederler. Rasyonel birey kendisi için en uygun ürünü en ucuz fiyattan bulur ve alır (homoeconomicus). 1970'lerden sonra geleneksel finans teorileri piyasadaki olayları açıklamada yetersiz kalmış ve bunun sonucunda interdisipliner bir alan olan davranışsal finansa ihtiyaç duyulmuştur. Tanım olarak davranışsal finans ise bireylerin aldıkları kararlarda sadece bilimsel gerçekleri ve analizleri dikkate almadığını öne süren bir yaklaşımdır. Bu noktada davranışsal finans sadece ekonomi, finans, istatistik ve matematikle değil; psikolojik, sosyolojik ve hatta nörolojik faktörlerin de bireylerin aldığı kararlarda etkili olduğunu savunan interdisipliner bir alandır.

Davranışsal finans, yatırımcıların nasıl olması gerektiğini değil gerçekte nasıl olduğunu açıklarken, Geleneksel Finans Teorisinde klasik iktisatçıların sıklıkla dile getirdiği homoeconomicus olarak ifade edilen 'rasyonel insan'ı sorgulamaktadır. Davranışsal finans, finansal piyasalardaki sınırlı rasyonaliteyi ve psikolojik etkenlerden dolayı yatırımcıların yanılabilirliğini ortaya çıkarma çabasıdır. Yani geleneksel finanstaki rasyonel insan ve etkin piyasa kavramlarına karşılık; bu kez bilişsel psikoloji ve arbitrajın sınırlı olması gibi kavramları getirmiştir. Burada birey herhangi bir belirsizlik durumunda karar alacağından; yalnızca risk ve beklenen

getiriyi değerlendirerek değil çeşitli değişkenleri dikkate alarak fayda maksimizasyonu yerine faydasını tatmin etmek ister. İrrasyonel yatırımcıların olduğu piyasada arbitraj kısıtı vardır ve etkin bir piyasadan söz edilemez. Davranışsal finansın yatırımcı davranışlarına bakış açısının özünü anlatan ifade Statman'ın (1999) "geleneksel finasta insanlar 'rasyonel', davranışsal finasta ise 'normal'"dir sözüdür (Nofsinger, 2014: 3; Gazel, 2014: 2).

Kısaca, davranışsal finans, geleneksel finans teorilerinin açıklayamadığı anormallikleri açıklamış ve geleneksel finansa bir eleştiri olarak ortaya çıkmıştır. Geleneksel finansın temelini oluşturan 'rasyonel yatırımcı' ve 'etkin işleyen piyasalar' davranışsal finans tarafından eleştirilmiştir. Davranışsal finansın mihenk taşı olarak bilişsel psikolojiye ve arbitrajın sınırlılığına yer vermişlerdir. Bilişsel psikoloji rasyonel yatırımcı olgusuna eleştiri niteliğindedir; arbitrajın sınırlı olması piyasaların etkinliğine karşı bir eleştiridir (Aydoğan, 2013: 19). Gazel'e (2014: 4) göre davranışsal finans, piyasa etkinliği alanında yapılan ampirik çalışmalarda gözlemlenen anomalileri açıklamak için geleneksel finansa karşı yeni bir paradigma olarak ortaya çıkmıştır. Ayrıca davranışsal finans psikolojisinin finansal davranışlarda etkili olduğunu savunmaktadır ve bu etkiyi ortaya çıkarmaktadır (De Bondt, 1995: 9).

Bu çalışmanın amacı yatırımcıların yatırım kararları alırken davranışsal finans kapsamında ele alınan önyargı, duygu, sezgi ve yanlış düşünce kalıplarının etkisi altında hareket edip etmediklerini tespit etmek ve bu sonuçları değerlendirmektir.

Çalışma üç ana bölümü vardır. Birinci bölüm kapsamında geleneksel finans kuramına ait teori, model ve hipotezler ile geleneksel finansa alternatif olarak ortaya çıkan davranışsal finans kapsamlı bir biçimde ele alınmıştır. Davranışsal finansın psikoloji, sosyal psikoloji, sosyoloji ve antropoloji gibi bilim dallarıyla olan ilişkisi incelenmiştir. Davranışsal finansa ait Kahneman ve Tversky beklenti teorisi açıklanmıştır. Birinci bölümün sonunda etkin olmayan piyasa anlamına gelen anomalileri (takvimsel anomaliler ve fiyat anomalileri) üzerinde durularak davranışsal finans modelleri incelenmiştir.

İkinci bölümde ayrıntılı bir şekilde yerli ve yabancı literatür taraması yapılmıştır. Yatırımcıların finansal kararlarını yönlendiren psikolojik önyargılar ve bu önyargıların yatırımcı kararları üzerindeki etkisi açıklanmıştır. Davranışsal finansın temeli olan psikolojik önyargılar bilişsel yanlılık (aşırı güven, kontrol yanılması,

aşırı iyimserlik, aşırı tepki, düşük tepki, kendine atfetme yanlılığı, çerçeveleme etkisi), geçmişî hesaba katmak (kolay para etkisi, riskten kaçınma (yılan sokma etkisi), belirsizlikten kaçınma, başabaş etkisi, statüko yanlılığı, muhafazakârlık yanlılığı, bilişsel çelişki), gurur ve pişmanlık (kayıptan kaçınma, pişmanlıktan kaçınma), hevristikler (temsililik hevristiki, aşına olma hevristiki, düzeltme ve dayanak noktası hevristiki (çıpalama), mevcudiyet hevristiki, zihinsel (mental) muhasebe ve sürü davranışı (rasyonel sürü davranışı, irrasyonel sürü davranışı) olmak üzere dört ana başlık altında toplandıktan sonra ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

Üçüncü bölüm çalışmanın uygulama kısmını içermektedir. Davranışsal finansın temellerini oluşturan psikolojik önyargıların yatırımcı kararlarını etkileyip etkilemediğini tespit etmek amacıyla bir anket formu hazırlanıp, bireysel yatırımcılar baz alınarak tesadüfi örneklem yoluyla belirlenen 425 katılımcıya uygulanmış ve elde edilen bulgular bu önyargılar kapsamında değerlendirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

GELENEKSEL FİNANS VE DAVRANIŞSAL FİNANS

Finans piyasalarında 1940'lı yıllardan itibaren ileri sürülen teorilerle insan; rasyonel, her türlü karmaşık hesaplamayı yapabilen bir yapıda öngörülmüştür. İnsanın irrasyonelliğini göz ardı eden geleneksel finans 1944 'te Beklenen Fayda Teorisiyle başlayarak, Sharpe'ın Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli ve Fama'nın Etkin Piyasalar Hipotezi ile süregelmiştir (Pompian, 2006: 10).

Geleneksel finans modelleri, insanları her zaman rasyonel olarak varsayar ve insan psikolojisini göz ardı ederler. Fakat 1970'li yılların sonlarına doğru geleneksel finansın teorileri eleştirilmiş ve geleneksel finansın öngörülerine eleştiri niteliğinde yeni teoriler geliştirilmeye başlanmıştır. Geleneksel finans geliştirdiği modelin piyasada işleyip işlemediğini test eder. Geleneksel finans yatırımcıların gerçek hayattaki davranışları ve bunların sonuçları ile ilgilenmemiştir. İnsanların daima rasyonel olduğunu varsayan geleneksel finans modellerinde bireyleri sürekli etkileyen bilişsel ve duygusal zayıflıklar göz ardı edilmiştir (Baker ve Nofsinger, 2002: 97).

Fakat bireyler yatırım kararları alırken çoğu kez rasyonel davranmamakta ve çeşitli önyargılardan ve sezgilerden etkilenmektedir. Yatırımcıların karar verme sürecine psikolojik faktörlerin dâhil edilmesi, Kahneman ve Tversky'nin, (1974) yaptıkları çalışmayla olmuştur. Beklenti Teorisinin de temelini atıldığı bu çalışma ile davranışsal finans, literatürde daha çok kabul edilen bir görüş haline gelmiştir. Bunu takip eden yıllarda (1979)'da, olasılık kuramı adı altında yayınladıkları çalışmayla, davranışsal finansın önünü açmışlardır.

Sonuç olarak piyasalarda meydana gelen birçok anomalinin açıklanmasında geleneksel finans teorileri yetersiz kalmıştır. Finansal piyasalarda meydana gelen pek çok anomalinin nedeninin insan psikolojisinden kaynaklanabileceğini göz önünde bulundurarak veya finansal karar alma süreçlerine insan psikolojisini de dâhil ederek davranışsal finans ortaya çıkmıştır (Giuseppe, 2003: 23).

Barber ve Odean'ın (1999) çalışmalarından geleneksel finansı ve davranışsal finansı küçük bir çerçevede özetlemek mümkündür: "Geleneksel finans, insanların mantıklı olarak hareket ettiklerini varsayar, fakat öyle değildir. Daha da ötesi insanların mantıktan sapmaları sistematiktir. Davranışsal finans, geçmişten gelen bu

varsayımları gevşeterek gözlemlenebilir, sistematik ve mantığa aykırı davranışları bir araya getirerek standart bir model oluşturmaya çalışmaktadır.”

Geleneksel Finans Teorileri bireylerin nasıl davranmalarını gerektiğini ortaya koyarken, davranışsal finans teorileri gerçekte insanların nasıl davrandıklarını araştırıp tespit ederler. Davranışsal finansın mihenk taşlarında olan iki araştırmacı Kahneman ve Tversky'nin (1968); çalışmasından iki örnek ile bu durumu açıklayalım. Farz edelim ki; bugün yeni bir kalem ve iş için giyecek bir takım elbise almaya çıktınız. Gittiğiniz kırtasiyede 25 dolara istediğiniz özelliklerde bir kalem buluyorsunuz. Tam alacaktınız ki o sırada buraya 15 dakikalık mesafede olan başka bir kırtasiyede bu kalemin 18 dolara satıldığını öğrendiniz. Nasıl davranırsınız? Burada yapılan deneyde katılımcıların büyük çoğunluğu 7 dolarlık fark için 15 dakikalık mesafeyi gidebileceklerini ifade etmişlerdir. Gelelim ikinci alışverişe. Bir takım elbise almak. Bir mağazaya girip şık bir elbise deniyorsunuz. Beğeniyorsunuz ve fiyatının 455 dolar olduğunu öğreniyorsunuz. Tam o sırada başka bir müşteriden oraya 15 dakika mesafede olan başka bir mağazada bu elbisenin 448 dolar olduğunu öğreniyorsunuz. Nasıl davranırsınız? Bu durumda ise katılımcıların büyük çoğunluğu bu mesafeyi gitmeyeceklerini ifade etmişlerdir. Burada araştırmaya katılanların 7 dolarlık tasarrufu küçük tutarlardan elde ettiklerinde farklı, büyük tutarlardan elde ettiklerinde farklı değerlendirip farklı davrandıklarını gözlemliyoruz. Oysa 7 dolar 7 dolardır.

Geleneksel finans bireylerin her daim çıkarlarını maksimize edecek davranışlarda bulduklarını varsayar ve yatırımcılara birtakım güçlü araçlar oluştururlar. Örneğin; yatırımcılar alabilecekleri bir risk düzeyi için, en yüksek beklenen getiri elde etmek adına ilerleyen konularda anlatılacak olan Modern Portföy Teorisini kullanabilirler. Menkul kıymetleri değerlemek, beklenen getiri ve riskleri konusunda öngörüde bulunabilmek için geleneksel finans alanında ortaya çıkan fiyatlama modellerini (Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli, Arbitraj Fiyatlama Modeli) kullanabilirler. Ancak, psikologlar durumun böyle olmadığını iddia etmektedirler. İnsanlar çoğu zaman irrasyonel davranışlarda bulunurlar ve sistematik olarak hatalar yapabilirler. Geleneksel finans insanların riskten kaçındığını varsayar. Fakat gerçek dünyada bireyler rutin olarak bu varsayımları ihlal etmektedirler, her zaman geleneksel finanstaki gibi riskten kaçınan bir tutum sergileyebilirler.

Örneğin; bireyler sigorta satın alırken riskten kaçınma eğilimi gösterirler, fakat piyango bileti satın alırken risk içeren davranışlar sergileyebilirler (Nofsinger, 201: 2).

Davranışsal finansın önceki savunucuları geleneklere ters kimseler olarak kabul edilmekteydi. Artık finans piyasasında ekonomik kararların öngörülebilir önyargılar içerebileceği gün geçtikçe kabul görmektedir. Yaklaşık olarak geçtiğimiz 20 yıl boyunca, psikolojinin ve duyguların finansal karar almada etkili olduğuna ilişkin kanıtlar daha ikna edicidir ve bu alandaki çalışmalar gün geçtikçe artmaktadır. Hatta bu alan özellikler büyük ve gelişmiş ülkelerde de dikkat çekici ve önemli bir alan olma yönünde hızla ilerlemektedir. Obama yönetimi “BRAIN” adlı bir projeye nanoteknolojik yöntemlerle hafızanın, beynin işleyişi, bilginin meydana gelmesi, davranışların temelindeki karmaşık ilişkileri anlamak için davranışsal iktisada 300 milyon dolar ayırmıştır. Bu durum davranışsal finansın önemini kat ve kat arttırmıştır.

1.1. GELENEKSEL FİNANS KURAMINA AİT TEORİ, MODEL VE HİPOTEZLER

Geleneksel finans modelleri, yatırımcıların rasyonel olduklarını, aynı beklentilere ve özelliklere sahip olduklarını, maksimum faydayı arzuladıklarını ve piyasaların etkin olduğunu savunmaktadırlar. Fakat zamanla bu modellerin piyasadaki olayları açıklamada yetersiz kalmasından dolayı bu modeller eleştirilmiş ve alternatif modellere ihtiyaç duyulmuştur (Koç, 2013: 75).

Bu kısımda yatırımcıların irrasyonel davrandığını gösteren davranışsal finansın incelemesi yapılmadan önce, davranışsal finansın ortaya çıkmasına zemin hazırlayan geleneksel finansın teori, model ve hipotezleri kapsamlı bir şekilde anlatılmaktadır. Davranışsal finansı oluşturan teorilerin birçoğu, geleneksel finansın teorilerinin gerçeği yansıtmaktan uzak olması ile oluşmuştur. Davranışsal finansın ortaya çıkışını ve kapsamını daha iyi anlayabilmek için geleneksel finans teorilerinin açıklanmasında yarar vardır.

Geleneksel Finans Teorisi kapsamında; (i) Beklenen Fayda Teorisi, (ii) Bayesçi Öğrenme Teorisi, (iii) Modern Portföy Teorisi, (iv) Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modelleri ve (v) Etkin Piyasalar Hipotezi ele alınıp incelenmektedir.

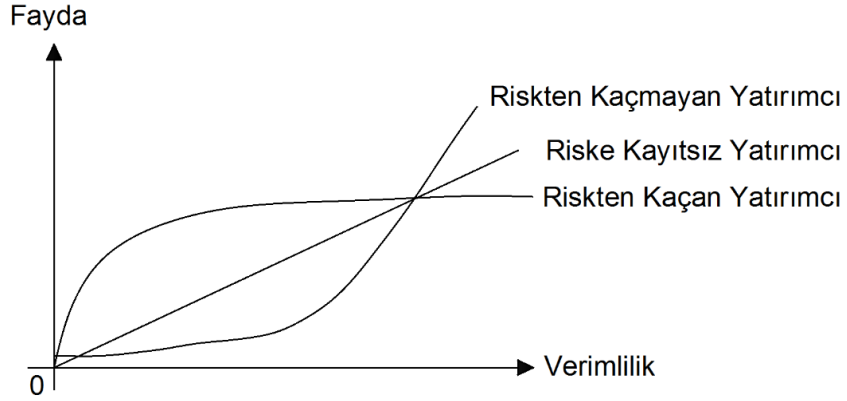
1.1.1. Beklenen Fayda Teorisi

Geleneksel Finans Teorilerinin temelinde bireylerin rasyonel davrandığı ve bilgileri rasyonel bir şekilde değerlendirdikleri, istikrarlı oldukları ve fayda fonksiyonlarını maksimize etmeye çalıştıkları yer almaktadır. Geleneksel finans teorilerinin en önemli yapıtaşlarından biri temellerinin Daniel Bernoulli tarafından 1738 yılında atıldığı Beklenen Fayda Teorisidir (Expected Utility Theory) (Grant ve Van Zandt, 2008: 1). Bu teori 1944 yılında Neumann ve Morgenstein tarafından geliştirilen ‘oyun kuramı’ ile asıl şeklini almış ve 1979 yılında Kahneman ve Tversky tarafından geliştirilen Beklenti Teorisine kadar baskın risk altında karar verme teorisi olarak kullanılmıştır (Eser ve Toigonbaeva, 2011: 304).

Beklenen Fayda Teorisi, yatırımcıların (karar alıcıların) riskli ve belirsiz durumlarda karar verirken beklenen faydalarını kıyaslayarak seçim yaptıklarını ifade etmektedir (Mongin, 1997: 1). Yatırımcılar beklenen faydalarını kıyaslayarak servetlerini yani faydalarını maksimize edecek seçeneği seçerler.

Bu teorideki risk kavramını açıklamakta fayda vardır. Risk gelecekte beklenmeyen bir olayın meydana gelme ihtimali şeklinde tanımlanabilir. Başka bir ifadeyle beklentilerden sapma olarak ifade edilmektedir. Risk ölçümü standart sapma ile yapılmaktadır. Yatırımın getirisi gelecekteki farklı durumlara bağlıdır ve bu durumlardan en az birinin negatif sonuçlanması olasılığına risk denilmektedir (Seyidoğlu, 2003: 381). Finansal anlamda risk beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığıdır (Ceylan ve diğerleri, 2006: 72). Belirsizlik ile risk arasındaki fark; belirsizlikte bir olayın gerçekleşme olasılığı bilinmemektedir fakat riskin ölçülebilir veya ölçülemeyen miktarda bir olasılık içerdiği bilinmektedir (Büker ve diğerleri, 2011: 65). Risk yalnızca anapara kaybı olarak düşünülmemelidir. Sabit getirileri olan menkul kıymetler de birtakım riskler içermektedir. Mesela; devlet tahviline yatırım yapan bir yatırımcı likidite ve ülke riski ile karşılaşabilmektedir. Garantili yatırımlar tercih edildiği düşünülse de mutlaka bir riski vardır. Yatırımcılar risk karşısında 3 farklı davranış sergilerler. Kimileri riski severken, kimileri riskten kaçınan bir durum sergilerler. Bazıları da vardır ki risk karşısında kayıtsız kalmaktadırlar. Bunu bir şekil üstünde görüp, inceleyecek olursak;

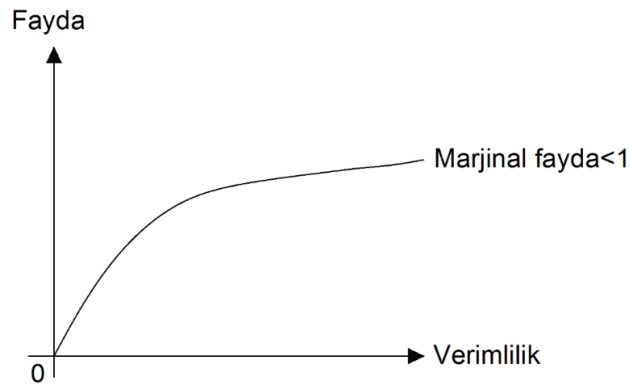
Şekil 1: Risk Karşısında Yatırımcı Tipleri



Kaynak: Korkmaz ve Ceylan, 2006: 258.

Şekilde de görüldüğü gibi yatırımcıların risk karşısındaki sergiledikleri tutumlar farklıdır ve risk bireylerin kararlarında etkili olan önemli bir kavramdır. Piyasalarda genel olarak riskten kaçınılan bir durum sergilendiği konusunda varsayımlar olsa da, bazı yatırımcılar aşırı derecede riskten kaçınıırken, bazıları riske yaklaşmakta yani daha az riskten kaçınmaktadırlar. Bazıları ise riske karşı nötr davranmaktadır. Korkak yatırımcılar daha az risk alma eğilimindedirler çünkü bunlar kontrolün daha az kendilerinde olduğunu düşünmektedirler.

Şekil 2: Riskten Kaçan Yatırımcının 'Marjinal Fayda' Grafiği

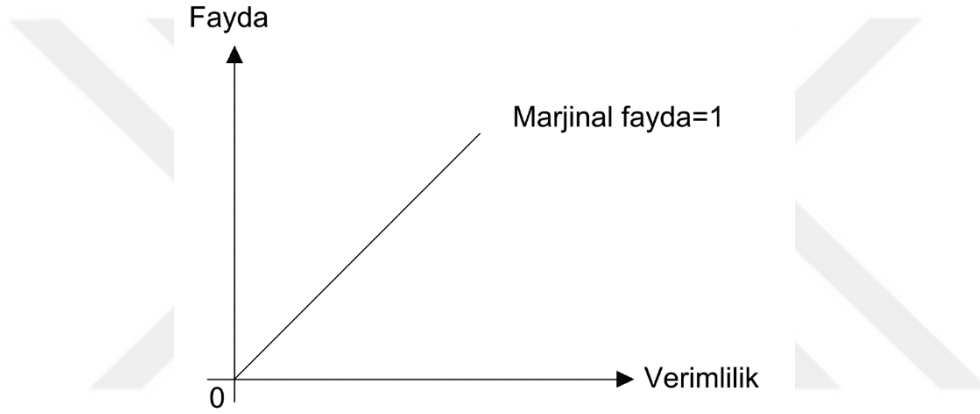


Kaynak: Korkmaz ve Ceylan, 1998: 108.

Riskten kaçan yatırımcılar yatırım tercihlerinde düşük riskli olan varlıkları seçerler. Bu yatırımcılar riski sevmezler ve riskten kaçarlar. Dolayısıyla daha düşük

belirsizlik içeren durumlara yaklaşma eğilimi gösterirler. Yatırımları süresince aşına olmadıkları durumlarla karşılaşmak istemezler. Yatırımlarını riskli varlıklara yapmaktan kaçınırken genellikle vadeli mevduatlar ve devlet tahvilleri gibi daha düşük riskli varlıklara yapmaktadırlar. Fakat riskten kaçsalar da eğer risklerinde bir artış olmuşsa, daha fazla getiri talepleri olur. Riskten kaçan yatırımcıların faydaları her ilave getiri için azalarak artmaya devam edecektir. Bu yüzden fayda eğrisi şekilde görüldüğü gibi konkav (içbükey)'dir. Yani paranın marjinal faydası 1'den küçük, negatif eğimlidir.

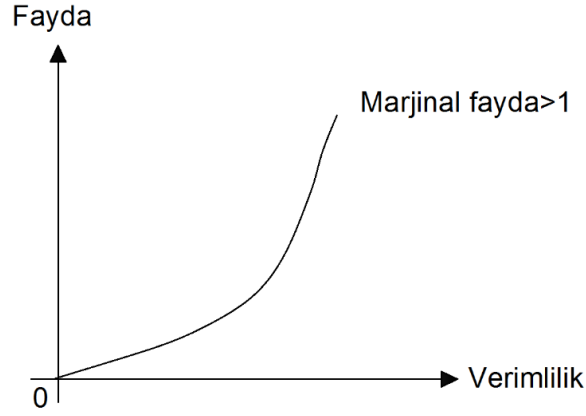
Şekil 3: Riske Kayıtsız Kalan Yatırımcının 'Marjinal Fayda' Grafiği



Kaynak: Korkmaz ve Ceylan, 1998: 108.

Risk karşısında kayıtsız yatırımcılar yatırım kararlarında riski dikkate almazlar, sadece beklenen getiriye göre kararlarını verirler. Risk ve getiri arasında kayıtsız kalan bu yatırımcıların risk düzeyleriyle bekledikleri getiri oranı arasında herhangi bir ilişki yoktur. Paranın marjinal faydası 1'e eşittir, fayda eğrisi doğrusaldır.

Şekil 4: Riski Seven Yatırımcının ‘Marjinal Fayda’ Grafiği



Kaynak: Korkmaz ve Ceylan, 1998: 109.

Riskten kaçmayan yatırımcı daha yüksek bir getiriye elde edebilmek için yüksek riske katlanması gerektiğini kabul eden yatırımcıdır. Daha yüksek getiri için yüksek düzeyde riske katlanması gerektiğini varsayar (Karaoğlu, 1995: 5). Yatırımı süresince oluşan belirsizlikten çok rahatsız olmaz. Yatırımlarını genellikle piyasadaki yüksek getirili ve dolayısıyla daha riskli varlıklara yaparlar. Riskteki belirli seviyede bir artışa karşılık getirilerinde birtakım azalmaların olabileceğini kabullenen yatırımcılardır. Bu yatırımcıların faydaları her ilave getiri için giderek artar dolayısıyla fayda eğrisi konveks (dışbükey) bir yapıdadır. Paranın marjinal faydası 1’den büyük, pozitif eğimlidir.

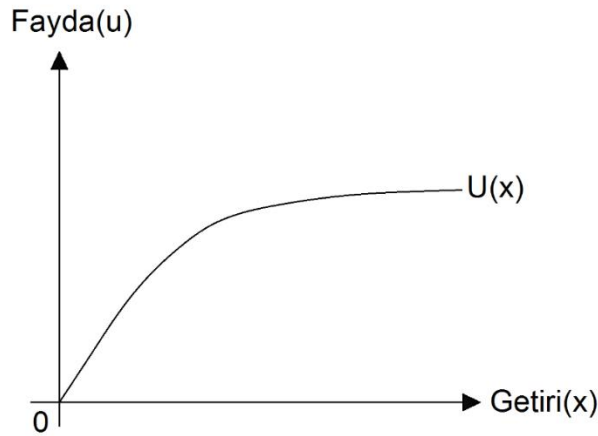
Günak’a (2007: 6) göre Beklenen Fayda Teorisinde tüm ekonomik karar alıcılar, karşılaştıkları belirsiz olaylarda bu olayların meydana gelme olasılığını Bayes Teoremini kullanarak hesaplarlar ve bu hesapladıkları olasılık değeri ile bu olaylardan sağlayacakları kazançları çarparak beklenen faydalarını hesaplarlar. Bu belirsizlik ve risk altında karar alırken, bireyler hesapladıkları beklenen faydalarını karşılaştırarak seçim yaparlar. Böylece beklenen faydalarını maksimum düzeye çıkaran tercihlerde bulunurlar. Bir örnek vererek anlatılacak olursa: 100 TL’ye sahip bir kişi %10 oranında kazanma şansına sahipse, bu kişinin beklenen faydası $0,10 \cdot 100 = 10$ TL’dir. Faydasını maksimize etmek isteyen rasyonel bir birey şu iki durum arasından tercih yapacak olursa: %25 oranla 100 TL ve %10 oranla 1000 TL kazanma şanslarını düşünelim: Birinci durumun beklenen faydası $0,25 \cdot 100 = 25$ TL, ikinci durumun

beklenen faydası $0,10 \cdot 1000 = 100$ TL'dir. Beklenen faydasını maksimum yapmak isteyen rasyonel bir birey bu durumlardan ikincisini seçecektir (Döm, 2003: 13).

Beklenen Fayda Teorisi şu varsayımlara dayanmaktadır (Özmen, 1997: 2):

1. Belirsizlik durumunda, bu durumun gerçekleşme olasılığı objektif olarak belirlenir.
2. Çok azdan iyidir. Eğer A, B'den fazla fayda sağlıyorsa, karar verici A ile B arasından mutlaka A'yı seçecektir.
3. Alınan kararlar tutarlıdır. A, B'den, B de C'den fazla fayda sağlıyorsa, karar verici A ile C arasında bir tercih yapma durumunda A'yı tercih edecektir.
4. Karar verici faydasını maksimize edecek olanı seçebilmek için, karşılaştığı belirsiz olayların olasılıklarını tespit edip, beklenen faydalarını hesapladıktan sonra faydasını maksimize eden seçeneği seçecektir.
5. Azalan marjinal fayda kuralı geçerlidir, bu yüzden fayda fonksiyonu konkav (içbükey) bir yapı göstermektedir.

Şekil 5: Beklenen Fayda Teorisine Göre Fayda Fonksiyonu



Kaynak: Ateş, 2007: 44.

Beklenen Fayda Teorisinin, fayda fonksiyonuna göre, getiri ve fayda arasında doğru orantılı bir ilişki vardır. Bireyin getirisi arttıkça, bu getiriden sağladığı fayda da artmakta, fakat azalan marjinal fayda kuralına göre fayda azalarak artmaktadır. Beklenen Fayda Teorisine göre kişilerin fayda fonksiyonu, riskten kaçan yatırımcının

Fayda fonksiyonu ile aynıdır. Beklenen Fayda Teorisinde rasyonelitenin bir gereği olarak insanlar riskten kaçan bir tutum sergilemektedir.

Beklenen Fayda Teorisi de çeşitli eleştirilere maruz kalmıştır. İlk eleştiri 1988’de Nobel Ödülü’nün sahibi Allais’den (1953) gelmiştir. Ellsberg de yaptığı ampirik çalışmalarla Beklenen Fayda Teorisine eleştiriler getirmiştir. Bu teori bireylerin karar verme süreçlerini açıklamada yetersiz kalmıştır. Bu iki eleştiri “Allais Paradoksu” ve “Ellsberg Paradoksu” olarak bilinmektedir. Ellsberg de tüketicinin her zaman faydasını maksimize edecek kararlar almadığını yaptığı çalışmalarla ortaya koymuştur. Kahneman ve Tversky de Beklenen Fayda Teorisini eleştiren en önemli iki isimdir. Bunlar da yaptıkları çalışmalarda tüketicinin faydasını her zaman maksimize edemediğini ortaya çıkarmışlar ve Beklenen Fayda Teorisine eleştiri olarak ilerleyen kısımlarda ayrıntılı olarak aktarılabacak olan Beklenti Teorisini kazandırmışlardır.

1.1.2. Bayesçi Öğrenme Teorisi

Yatırımcıların karar sürecinde karşılaştığı en önemli sorun geleceğin belirsizliğidir. Bunu aşmaya yönelik çalışmalardan birisi Bayes’e ait olan Bayes Teoremi’dir. Bayes’e göre geçmişteki olayların bilgisi kullanılıp, olasılık ve istatistikten yararlanılarak gelecekteki olaylar tahmin edilebilir. Buna Bayes Teoremi denir. Beklenen Fayda Teorisinde, rasyonel birey belirsizlik altında olasılık dağılımını hesaplayarak faydasını maksimize etmektedir. Bayes Teorisine göre de belirsizlik altında bir durumun sonucunu ölçmenin tek yolu o durumun olasılık dağılımını hesaplamaktır. Bu durumda belirsiz bir sonucu olan durumu ölçmek için Bayes Teorisi kullanılmaktadır.

Tufan’a (2008: 15) göre Bayes Teorisi 18. yüzyılda ortaya çıkmasına rağmen ilgi görmemiş, ancak 20. yüzyılda Jim Savage ve Dennis Lindley ile değer kazanmıştır. Özellikle 1980’li ve 1990’lı yıllarda teknolojinin gelişip daha teknolojik bilgisayarların piyasaya girmesiyle daha çok gelişim alanı bulmuştur.

Bayes Teorisi’ne bir örnek verilecek olursa;

Elimizde içi görünmeyen bir kutu ve bu kutuda da üç tane top olduğunu varsayalım. Bu topların her biri sarı ya da mavi renkte olabilir. Rastgele bir top

seçtiğimizi ve seçilen topun mavi renkte olduğunu, topu tekrar kutuya atıp, bu işlemi iki kez tekrarladığımızı ve yine mavi top geldiğini düşünelim. Böyle bir olayda bütün topların mavi olduğu yönünde bir hipotez geliştirebiliriz. Bayes Teorisinden faydalanarak bir olasılık hesabı yapılırsa, bu durum şu şekilde formülize edilebilir.

$$p(A|B)=P\{A+B\}/p\{B\}.$$

Tüm toplar mavidir (A durumu) bilgisi ve verilen (önceki bilginin verilmesi “|” işaretle temsil edilir) yapılan tüm seçimler mavidir (B durumu) bilgisi şeklinde ifade edilerek olasılık (p) hesaplanabilir (Tufan, 2008: 16).

1.1.3. Modern Portföy Teorisi

Geleneksel Finans Teorisinin temel yapıtaşlarından biri de 1952 yılında Markowitz’in (1952); geliştirdiği Modern Portföy Teorisidir (Portfolio Selection). Markowitz ‘Portföy Seçimi’ adlı çalışmasıyla 1990 yılında ekonomi alanında Nobel ödülünü almaya hak kazanmıştır.

Karabıyık ve Anbar’a (2010: 288) göre Modern Portföy Teorisi, Geleneksel Portföy Teorisi’ne bir eleştiri olarak ortaya çıkarılmıştır. Geleneksel Portföy Teorisi, yatırımcıların farklı sektördeki birden çok menkul kıymetlere yatırım yaparak risklerini dağıtabileceğini öne sürmüştür. Geleneksel Portföy Teorisine göre menkul kıymetler farklı yönde hareket ederler, bu yüzden yalnızca çeşitlendirme yoluyla portföy riski azaltılabilir. Burada yatırımcıların temel amacı çeşitlendirme yoluyla riskini dağıtmaktır. Buna karşılık Markowitz, portföydeki menkul kıymetlerin doğrusal ya da ters yönde hareket edebileceğini öne sürerek sadece varlık çeşitlendirmesi yapılarak portföyün riskinin azaltılamayacağını ifade etmiş ve Modern Portföy Teorisini ortaya atmıştır. Böylece Geleneksel Portföy Teorisinin çeşitlendirme yaparak elde edebileceği getiriden daha yüksek bir getiri sağlanması mümkün hale gelmiştir.

Markowitz’in bu teorisine göre yatırımcılar kararlarını beklenen getiri ve riske göre verirler. Modern Portföy Teorisi, rasyonel yatırımcıların optimum portföylerini oluşturmak için belirli bir risk düzeyinde en yüksek beklenen getiriye ya da belirli bir getiri düzeyinde en düşük riske sahip portföyü tercih ettiklerini varsaymaktadır. Modern Portföy Teorisine göre etkin bir portföy oluşturmak için her bir menkul

kıymetin beklenen getirileri, bu getirilerin varyansı ve menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkiler analiz edilir. Etkin portföy belirli bir risk düzeyinde en yüksek getiri oranına sahip portföydür. Etkin portföy seçiminde hem beklenen getiri hem de varyans önem arz etmektedir. Ayrıca portföyü oluşturan varlıklar arasındaki korelasyon da önem taşımaktadır. Çünkü portföy riski ile korelasyon katsayısı arasında doğrusal bir ilişki vardır (Başoğlu ve diğerleri, 2001: 221-222).

Markowitz Modern Portföy Teorisine göre, portföye alınan menkul kıymetlerin getirileri arasında “pozitif tam korelasyon” olmayan, yani düşük ya da negatif kovaryanslı menkul kıymetlerin portföyde toplanmasıyla, sistematik olmayan risk, beklenen getiride herhangi bir düşme olmadan azaltılacaktır. Modern Portföy Teorisinde önemli olan husus, tek bir menkul kıymetin getiri ve risk özelliklerinin hesaplanması değil, bu menkul kıymetin portföye alınmasıyla portföyün getirisinin ve riskinin bundan nasıl etkileneceğidir. Bir portföyün getirisi, portföydeki mevcut tüm finansal varlıkların getirilerinden etkilenmektedir. Ancak yatırımcı, portföy içindeki her bir menkul kıymette oluşan artış veya azalışlara odaklanmaktan ziyade, portföy getirisi ile ilgilenmek durumundadır. Diğer taraftan, getiri hesabının geleceğe dönük tahminler üzerinde yapılmak istenmesi halinde, portföyün beklenen getirisinin hesaplanması gerekir (Karan, 2004: 143):

Markowitz Modern Portföy Teorisinin temel varsayımları (Ceylan ve Korkmaz, 1998: 149):

- Bütün yatırımcılar rasyoneldir.
- Kararlarını beklenen getiri ve riske göre alan yatırımcıların beklentileri homojendir.
- Sermaye piyasası etkindir, bilgiler doğru, hızlı ve özgür bir biçimde fiyatlara yansır.
- Yatırımcılar, verilmiş bir risk düzeyi için yüksek getirileri, düşük getirilere tercih ederler. Yatırımcılar, aynı şekilde verilmiş bir getiri seviyesi için düşük riski yüksek riske tercih ederler.
- Yatırımcılar yatırımlarını portföylerini oluşturan menkul kıymetlerin beklenen getirisine ve riskine göre yaparlar. Beklenen getiri olarak portföydeki menkul kıymetlerin beklenen getirilerinin ortalaması, risk ölçüsü olarak portföy getirilerinin varyansları göz önüne alınır.

Miller'a (2000: 11) göre geleneksel finansın yapıtaşlarından biri olan Modern Portföy Teorisi de çeşitli eleştirilere maruz kalmıştır. Çünkü bu teorinin temellerinden olan Etkin Piyasalar Hipotezi ve rasyonel yatırımcı kavramları gerçek hayatta kabul görmemiştir. Ayrıca portföy getirisi hesaplanırken geçmişteki getiri değerlerinin ortalaması alınarak beklenen gelecek getiri değerleri elde edilmektedir. Bu da portföyün getirisi için güvenilir olmayan sonuçlar ortaya çıkarmaktadır.

1.1.4. Varlık Fiyatlama Modelleri

Varlık fiyatlamada Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM) ve Arbitraj Fiyatlama Modeli (AFM) olmak üzere 2 model kullanılmaktadır.

1.1.4.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli

Geleneksel Finans Teorisi'nde varlıkları fiyatlamada kullanılan modellerden ilki Sermaye Varlık Fiyatlama Modeli (CAPM)'dir. Sermaye Varlık Fiyatlama Modeli, Markowitz'in Modern Portföy Teorisinin Sharpe (1964), Lintner (1965), Mossin (1966) ve Black (1972) tarafından gerçekleştirilen birbirinden bağımsız çalışmalar sonucunda ortaya çıkan bir denge modelidir (Leroy ve Werner, 2001: 202). CAPM, finansal varlığın beklenen getirisi ile risk derecesi (beta katsayısı) arasındaki ilişkiye göre bir denge değeri bulmaya çalışır ve bu ilişki genel olarak doğrusaldır. Yatırımcıların beklenen getirisi arttıkça risk de artmaktadır (Gökbel, 2003: 22).

Finansal varlıklara yapılan yatırımların toplam riski sistematik ve sistematik olmayan risklerden meydana gelmektedir. Sistematik olmayan risk menkul kıymetlerin kendilerine özgü riskleridir ve her menkul kıymetin farklı noktalarda sistematik olmayan riski vardır. Bundan dolayı çeşitlendirmeye ortadan kaldırılabilecek bir risktir. Sistematik olmayan risklere, finansal risk, faaliyet riski, yönetim riski, işçi grevleri örnek olarak verilebilir. Portföyün iyi çeşitlendirilmiş olması sistematik olmayan riski sifira kadar indirilebilir. Sistematik risk ise, yatırımcının kontrolünde olmayan, piyasadaki tüm menkul kıymetlerin fiyatlarını aynı anda, aynı yönde ve farklı oranlarda etkileyen risk grubudur. Çeşitlendirmeye ortadan

kaldırılmayan bir risktir. Sistematik riskler, enflasyon riski, faiz oranı riski, pazar riski, piyasa ve politikadaki değişmelerdir.

CAPM'e göre fiyat belirlenirken sadece sistematik risk hesaba katılır. Fakat bir varlığın getirisinin standart sapması ve varyansı hem sistematik hem de sistematik olmayan riski içerdiği için uygun bir risk ölçüsü değildir. Bu nedenle model, bir finansal varlığın riskinin gerçek ölçüsünün, varlığın piyasa duyarlılığını dikkate alan ve sadece sistematik riski ölçen beta olduğunu ileri sürer (Amenc ve Le Sourd, 2003: 101). Yani CAPM, sistematik veya pazar riskinin ölçülmesinde kullanılır. Sistematik risk yani pazar riski ölçüsü olarak betayı kullanan finansal varlık fiyatlama modeli portföyler için olduğu gibi tek bir menkul kıymet için de kullanılabilir (Üstünel, 2000: 16).

Bir başka tanıma göre CAPM, bir yatırımın beklenen getiri oranının, "risksiz faiz oranının, yatırımın sistematik riskinin ve pazar portföyünün bir fonksiyonu olduğunu" ifade eden bir eşitlik olarak tanımlanmaktadır (Keown v.d., 2005: 205).

$$R_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

R_i , i finansal varlığının beklenen getirisini,

R_f , risksiz faiz oranını,

R_m , Pazar portföyünün beklenen getirisini ifade etmektedir.

β ise riskin tek belirleyicisidir, yani i finansal varlığının sistematik riskini (pazar riskini) yansıtmaktadır. $\beta_i (R_m - R_f)$ yatırımcının riske karşı talep edeceği risk primini gösterir.

Model finansal varlığın beklenen getiri oranının, piyasadaki risksiz getiri oranı ile o varlık için gereken bir risk priminin toplamına eşittir.

CAPM'in temel özellikleri şu şekilde sıralanabilir (Bıtırak, 2010).

1. Bir menkul kıymetin riski betası (β) ile ölçülür.
2. Bir menkul kıymetin beklenen getirisi, risksiz faiz oranına, pazar risk primine ve menkul kıymetin betasına bağlıdır.
3. Yatırımcılar riskli varlıklara ancak yeterince çeşitlendirilmiş portföylerde yer verebilirler. İyi çeşitlendirilmiş portföyün toplam riski sistematik olmayan risklerin azalacağından dolayı düşecektir.

4. Bir yatırımın beklenen getirisinin artırılması ancak daha fazla risk almakla mümkündür.

Varlıkların nasıl fiyatlandığını göstermek üzere oluşturulmuş bir model olan CAPM, bir takım varsayımlara dayanmak zorundadır. CAPM'in temel varsayımları şunlardır (Karan, 2001: 195-196):

- Piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı olduğundan dolayı menkul kıymetlerin piyasa fiyatı bireysel davranışlardan etkilenmemektedir.
- Bütün yatırımcılar piyasadaki mevcut bilgiye anında ve herhangi bir bedel ödmeden ulaşabilirler.
- Piyasadaki işlemler için varlık getirisine dair vergiler ve işlem giderleri yoktur.
- Bütün yatırımcıların amacı dönem sonundaki servetlerinden beklenen faydayı maksimize edip, riskten kaçınmaktır. Portföy seçimlerini getiriye ve getirinin varyansına veya standart sapmasına göre yapmaktadırlar. Beklenen getirileri eşit olan iki yatırım seçeneği mevcutsa, yatırımcı düşük varyanslı yatırımı tercih edecektir. Aynı getiri varyansına sahip iki yatırım seçeneğinden ise yüksek beklenen getiriye sahip olan yatırımı tercih edecektir.
- Bütün yatırımcılar homojen beklentilere sahiptirler. Yatırımcıların varyansları beklenen getirileri ve kovaryansları anlama yetenekleri özdeştir.
- Bütün yatırımcılar aynı zaman ufkuna sahiptirler. Menkul kıymetler bir ay, üç ay gibi aynı tek dönem süresince elde tutulur.
- Yatırımcı açısından hem borç alabileceği hem de borç verebileceği bir risksiz faiz oranı mevcuttur. Bu risksiz faiz oranı tüm yatırımcılar için aynıdır.
- Bütün yatırımlar çok küçük parçaya bölünebilir. Yatırımcı isterse payından küçük bir yüzdeyi bile alıp satabilir.

CAPM'e göre yatırımcılar homojendir. Benzer getiri beklentilerine, varyanslara ve kovaryanslara sahip olduklarından dolayı aynı riskli varlıklardan oluşan aynı portföyü seçtikleri varsayılır. Bu varsayım eleştiriler almıştır. Modelde çok fazla basitleştirici varsayımların kullanılması ve tek bir risk faktörüne bağlı olması uygulamada başarısızlıklara sebep olmuştur.

1.1.4.2. Arbitraj Fiyatlama Modeli

Varlık fiyatlama modellerinden ikincisi ise Arbitraj Fiyatlama Modeli (AFM)'dir. AFM, CAPM'in test aşamasında karşılaşılan sorunlar, modelin yetersizlikleri ve aldığı eleştiriler sonucunda alternatif olarak Ross'un (1976) geliştirdiği bir modeldir.

AFM'ni açıklamadan önce arbitrajın tanımını yapmakta fayda vardır.

Arbitraj "aynı veya temel olarak aynı özellikler gösteren menkul kıymetlerin fiyat farklılıklarından faydalanmak amacıyla farklı piyasalarda aynı anda alınıp satılması" olarak tanımlanmaktadır (Döm, 2003: 3-4). Büyükaslan'a (2012: 20) göre arbitraj; piyasalarda oluşan fiyatların olması gereken seviyede kalması için önemlidir. Örneğin etkin bir piyasada irrasyonel yatırımcıların bir finansal araca birlikte ya da birbirlerinden bağımsız olarak eğilim göstermeleri o finansal aracın fiyatını olması gerekenden yüksek bir düzeye çıkaracaktır. İşte bu durumda arbitrajcılar bu finansal varlığın işlem gördüğü başka bir piyasadaki düşük fiyattan satın aldığı varlığı, yüksek fiyatlı piyasada satmalarıyla fiyat makul bir dengeye gelecektir. Yani fiyat olması gereken seviyeye gelecektir Arbitraj, irrasyonel yatırımcıların akılcı olmayan hareketlerinin fiyatlar üzerindeki bozucu etkisini gidermektedir.

CAPM, portföyün getirilerini tek faktör, pazar portföyü ile açıklamaktadır. AFM ise portföyün getirisini çoklu faktör modeli kullanarak açıklamaktadır. AFM'de çoklu faktör modeli kullanılarak portföyün beklenen getirisi ile riski arasındaki denge fiyatı hesaplanır (Fettahoğlu, 2003: 39). Arbitraj Fiyatlama Modeli'ne göre, birden fazla sistematik risk unsurunun finansal varlık getiri oranları üzerine etkisi bulunmaktadır.

Arbitraj Fiyatlama Modeli'nin temel varsayımları şunlardır (Altay, 2004: 138-141):

- Piyasa tam rekabet altındadır.
- Yatırımcılar belirli bir risk düzeyinde en yüksek getiriyi tercih ederken, belirli bir getiri düzeyinde de en düşük risk seviyesini tercih etmektedirler.
- Finansal varlıkların beklenen getirilerinin nasıl gerçekleştiğini ortaya koyan stokastik süreç, (k) faktör modeli olarak gösterilebilmektedir. Yani sistematik risk tek bir faktörle ifade edilmek zorunda değildir.

- Yatırımcıların homojen beklentileri vardır.
- Sınırsız açığa satış yapılabilir.

AFM, finansal varlıkların beklenen getirilerinin nasıl gerçekleştiğini ortaya koyan stokastik sürecin faktör modeli olarak gösterilebileceğini varsayar. AFM şu şekilde gösterilebilir (TSPAKB, 2011: 92):

Formül ve formüldeki değişkenler:

$$E(R_i) = R_f + \beta_{i1}(F_1 - R_f) + \beta_{i2}(F_2 - R_f) + \dots + \beta_{im}(F_j - R_f)$$

m = faktör sayısı,

$E(R_i)$ = i varlığının gerekli getiri oranı,

R_f = risksiz faiz oranı ("0" betalı portföy getiri oranı),

β_{ij} = i finansal varlığının j faktörüne duyarlılığı,

F_j = j numaralı faktör getiri oranı (dönemlik değişim oranı),

$F_j - R_f$ = j nolu faktör risk primini ifade etmektedir.

CAPM'de riskin ölçüsü yalnızca beta (β) katsayısıdır. AFM'de ise risk faktörlerinin dışında varlıkların getirilerinin birçok makroekonomik göstergedeki beklenmedik değişimlere bağlı olduğu ileri sürülmüştür. Bu makroekonomik değişkenlere; GSMH, enflasyon oranı, faiz oranı, para arzı, döviz kurları, sanayi üretimi ve yatırım harcamaları örnek verilebilir (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği İleri Düzey Lisans Eğitimi Kılavuzları, 2011: 92). AFM'ye göre risk ve getiri arasında pozitif bir ilişki vardır. Çeşitlendirme yapılarak sistematik risk azaltılabilse de sistematik olmayan risk azaltılamamaktadır. Menkul kıymet getirisi, risksiz faiz oranı ile değişkenlere bağlı olarak menkul kıymetin risklerinin toplamıdır.

1.1.5. Etkin Piyasalar Hipotezi Kavramı, Kapsamı ve Varsayımları

Etkin Piyasalar Hipotezi geleneksel finansın temelinde yer alan önemli önermelerden biridir. Finansal piyasalarda etkinlik 1965'den beri tartışılmalı bir kavramdır. Finansal piyasalarda etkinlik kavramı, tam rekabetçi bir piyasada halka açıklanan tüm bilgilerin fiyatlara yansıdığı ve bu yüzden hiçbir yatırımcının piyasadaki bilgileri kullanarak ortalamanın üstünde bir getiri sağlayamaması şeklinde ifade edilmektedir. Yani Etkin Piyasalar Hipotezi finansal piyasalarda varlık

fiyatlarının mevcut olan tüm bilgileri yansıttıklarını ve fiyatların bilgi girişiyle değişmeyeceğini varsaymaktadır (Parasız, 1992: 221).

Etkin piyasalar kavramını literatüre kazandıran Nobel ödüllü Fama (1965), etkin piyasayı; “rasyonel, kâr maksimizasyonunu amaçlayan, birbirleriyle rekabet eden, hisse senetlerinin gelecekteki fiyatlarını öngörmeye çalışan çok sayıda yatırımcının bulunduğu ve hisse senetlerinin değerini etkileyebilecek mevcut bilginin bütün yatırımcılara ulaştığı bir piyasa” olarak açıklamıştır. Mevcut bilginin fiyatlara yansması için bilginin bütün yatırımcılar tarafından kolaylıkla ve maliyetsiz olarak ulaşılabilir olması şarttır.

Etkin Piyasalar Hipotezinin temel varsayımları şunlardır (Kocaman, 1995: 9):

- Piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı vardır, hiçbir alıcı veya satıcının piyasayı etkileme gücü yoktur.
- Fiyatları etkileyen bilgilere ulaşmak maliyetsizdir ve kolayca ulaşılabilir.
- Yatırımcılar risk ve getiri temeline dayanarak seçimler yapar ve amacı faydasını maksimize etmektir.
- Yatırımcılar aynı yatırım dönemlerini dikkate alırlar yani aynı zaman ufkuna sahiptirler.
- Piyasaların kurumsal yapısı gelişmiştir. Düzenleyici mevzuatlar sayesinde piyasalar istikrarlı çalışmaktadır.

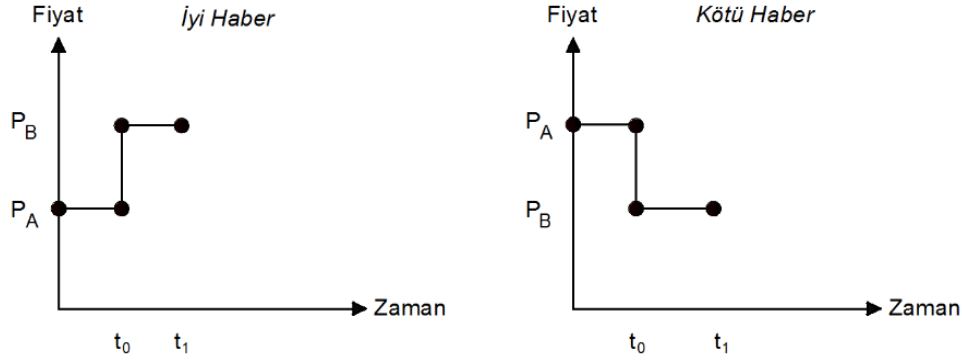
Etkin Piyasalar Hipotezinin 3 temel argümanı vardır (Gürünlü, 2001: 33-34).

1. Yatırımcılar rasyonel davranırlar.
2. Rasyonel davranmayan yatırımcıların yaptıkları işlemler rastgele olduğu için fiyatları etkilemeden birbirlerini dışlarlar.
3. Yatırımcılar aynı yönde irrasyonel davranış sergilerse, piyasada bulunan arbitrajcılar irrasyonel yatırımcıların fiyatlara etki etmesini önler.

Etkin Piyasalar Hipotezinde yatırımcılar rasyonel davranan bireyler olarak varsayılır. EPH'ye göre piyasaya gelen olumlu olumsuz bilgilerden zamanında haberdar olurlar ve doğru kararlar verirler. Yani mevcut fiyatlar finansal varlığa ilişkin tüm bilgiyi yansıtır. Bundan dolayı fiyatlar uzun süre gerçek değerinden aşağıda-yukarıda kalamazlar. Etkin bir piyasada piyasa ortalamasının üstünde getiri sağlamak pek mümkün olmamaktadır (Öncü ve diğerleri, 2001: 5).

Etkin Piyasa Hipotezinin öngörülerinin hâkim olduğu bir piyasada, piyasaya olumlu-olumsuz bilgilerin gelmesinin ardından fiyatlarda yaşanacak değişim süreci şekil yardımıyla açıklanacaktır:

Şekil 6: Etkin Piyasalar Hipotezi



Kaynak: Öncü ve diğerleri, 2001: 32.

Birinci şekilde t_0 'da menkul kıymete ilişkin gelen iyi bir haber, menkul kıymetin fiyatını P_A 'dan P_B 'ye yükseltmiştir. t_0 ile t_1 zaman aralığında piyasaya herhangi bir haber gelmemiştir ve dolayısıyla fiyatlar da değişmemiştir.

İkinci şekilde t_0 'da menkul kıymete ilişkin gelen kötü bir haber, fiyatı P_A 'dan P_B 'ye düşürmüştür. t_0 ile t_1 zaman aralığında piyasaya herhangi bir haber gelmemiştir ve fiyatlar da bu aralıkta değişmemiştir.

Etkin Piyasalar Hipotezi; zayıf, yarı-güçlü ve güçlü tipte etkinlik olmak üzere üçe ayrılır (Yörükoğlu, 2007: 17). Etkin Piyasalar Hipotezi üzerine yapılan ilk testler 1900'lere dayanmaktadır. Ancak, zayıf ve güçlü tipte etkinlik ayrımı ilk kez 1959'da Harry Roberts tarafından yapılmıştır. Bunun yanı sıra zayıf, yarı-güçlü ve güçlü tipteki etkinlik tanımları yapılarak bunları test etmede kullanılacak yöntemler üzerine görüş belirtilmesi ilk kez Fama tarafından yapılmıştır.

1.1.5.1. Zayıf Tipte Piyasa Etkinliği

Fama, bu etkinlik türü ile tarihsel yani geçmişteki fiyat hareketlerinden faydalanılarak gelecekteki fiyatların tahmin edilemeyeceğini belirtir. Çünkü arz ve

talebe göre serbestçe oluşan menkul kıymetin cari fiyatları, söz konusu menkul kıymetin geçmiş tüm fiyat bilgilerini yansıtacağı için teknik alım satım stratejileri bu piyasada ortalamanın üzerinde bir getiri sağlamayacaktır. Kısaca cari dönemdeki fiyatlar geçmiş dönem fiyat bilgilerini yansıtmaktadır (Bildik, 2000: 7).

Geçmiş fiyat verilerine isteyen bütün yatırımcılar kolaylıkla ulaşabilir. Bundan dolayı yatırımcılar normalin üzerinde bir getiri elde edemezler. Çünkü hiçbir yatırımcının geçmiş dönem fiyat bilgisi diğer bir yatırımcıdan üstün değildir. Fakat sürpriz ve beklenmeyen bir bilginin girişi önceden bilinmeyeceği için fiyatlar değişebilecektir. Bu tür fiyat hareketleri tamamen rassaldır. Buna da Rassal Yürüyüş (random walk) denilmektedir (Fama, 1970: 386). Rassal Yürüyüş Modeline göre geçmişteki fiyat hareketleri tekrar etmez, tarihsel fiyat verilerinden yararlanılarak gelecekteki fiyatlar tahmin edilemez.

1.1.5.2. Yarı-Güçlü Tipte Piyasa Etkinliği

Yarı güçlü formda piyasa etkinliğinde geçmiş fiyat hareketlerinin yanı sıra kamuya açıklanan tüm bilgilerin menkul kıymetlerin fiyatlarına yansıdığı savunulmaktadır (Yörük, 2000: 8). Bu piyasada kamuya açık herhangi bir bilgiyle ortalamanın üzerinde bir getiri elde etmek mümkün olamamaktadır. Çünkü yatırımcılar, geçmiş dönem verilerine, ilgili endüstri ve firmanın ekonomik verilerine, mali tablolara ve diğer tüm bilgilere maliyetsiz ve kolayca ulaşabilmektedirler. Aynı zamanda mevcut fiyatlar kamuya açık tüm bilgileri yansıtmaktadır (Atan, 2009: 35).

Barak'a (2000: 62) göre eğer piyasa yarı güçlü formda etkinse ve yatırımcı normalin üstünde bir getiri elde etmek istiyorsa, kamuya açıklanmamış bir bilgiyi işletme içerisinde öğrenerek kullanması gerekmektedir. Yatırımcı temel ve teknik analizi kullanarak anormal getiri elde edemez.

1.1.5.3. Güçlü Tipte Piyasa Etkinliği

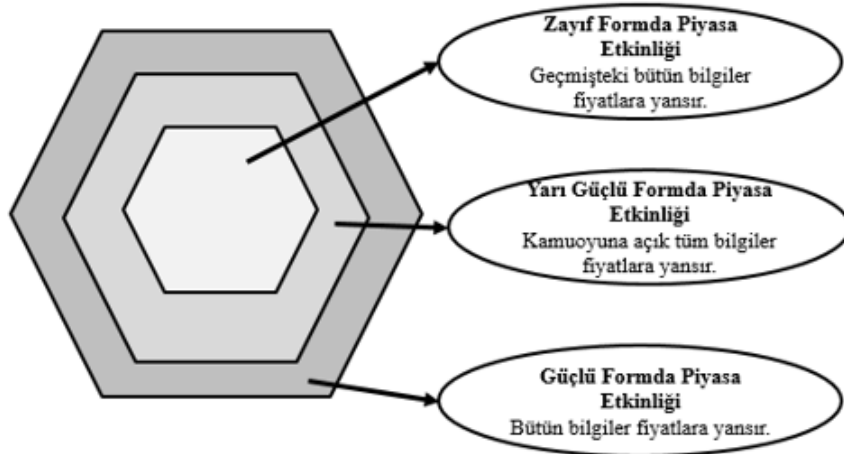
Güçlü formda etkin piyasalarda mevcut fiyatların; geçmiş fiyat bilgilerini, kamuya açıklanan-açıklanmayan tüm bilgileri ve hatta firma içi bilgiler (insider information) diye adlandırılan özel bilgileri dahi yansıttığı varsayılır. Güçlü formda

etkin bir piyasada özel bilgi sahibi firma sahipleri ve yöneticileri dahi ortalamanın üstünde bir getiri elde edemeyeceklerdir. Gerçek hayatta bu tür piyasalara pek rastlanmamaktadır.

İçerden bilgi öğrenenlerin normalin üstünde bir getiri sağlayıp sağlamadığını tespit etmek amacıyla Jaffe tarafından 1974, Reilly ve Dryzchimski tarafından 1975, Kerr tarafından 1980, Copeland ve Meyers tarafından 1982, Stickel tarafından 1985, Liu, Smith ve Syed tarafından 1990 yıllarında firma yöneticileri ile payı %10 ve üzerinde olanların durumları incelenmiştir. Ortalamanın oldukça üstünde bir getiri elde ettikleri sonucuna ulaşarak, güçlü formda piyasa etkinliğinin varlığına rastlayamadıklarını göstermişlerdir. Gerçek hayatta piyasalar genellikle zayıf formda veya yarı-güçlü formda etkindir.

Zayıf formda etkin, yarı güçlü formda etkin ve güçlü formda etkin piyasalar birbirinden bağımsız değildir. Güçlü formda etkin bir piyasanın hem zayıf formda hem de yarı-güçlü formda etkin olması gerekmektedir. Aksi takdirde piyasa, fiyat ile ilgili tüm bilgileri içermez. Ayrıca piyasanın yarı-güçlü formda etkin olabilmesi için zayıf formda etkin olması gerekmektedir (Karan, 2001: 269).

Şekil 7: Üç ayrı Formdaki Piyasa Etkinliğinin Birbirleri İle İlişkisi



Kaynak: Karan, 2001: 26.

Etkin Piyasalar Hipotezi, piyasadaki menkul kıymetlerin bütün bilgiyi yansıttığını, yeni gelen bilgilerin anında fiyatlara yansıdığını öne sürmektedir. Bilgi

önceden tahmin edilemez, rassaldır. Bu yüzden piyasada ortalamanın üstünde bir getiri elde edilemez.

Etkin Piyasalar Hipotezi geleneksel finans teorilerinin temelini oluşturmaktadır. Ancak, zamanla varsayımları ve piyasalardaki uygulanma zorluklarından ötürü yetersiz kalmaya başlamıştır. Dolayısıyla Etkin Piyasalar Hipotezine yönelik eleştiriler gelmeye başlamıştır. İlk olarak De Bondt ve Thaler zayıf formda piyasa etkinliğini sınanan bir çalışma yapmıştır. Yatırımcıların geçmiş dönemdeki fiyat bilgilerini kullanarak piyasada aşırı kâr sağlayabileceklerini göstermiştir. Bu etkin piyasalar hipotezinin zayıf formda etkinliği ile ters düşmektedir (Gürkan, 2009: 15).

Etkin Piyasalar Hipotezinin hisse senedi fiyatlarının piyasaya yeni gelen bir bilgiye hemen tepki verdiği varsayımına da eleştiriler gelmiştir. Hisse senedi fiyatları yeni gelen bilgiye aşırı tepkiyi hemen değil yavaş yavaş verirler. Yatırımcılar ise hisse senedi ile ilgili gelen bilgilere çok çabuk tepki verme eğilimindedirler. Bu da önemli bir gecikmeye neden olmaktadır. Sonuç olarak yatırımcının hisse senedinden oluşan portföyü, herhangi bir endeksten daha yüksek bir getiriye daha düşük riskle elde etmesini sağlar (Tufan, 2008: 12).

Etkin Piyasalar Hipotezine göre tüm yatırımcılar bilgilere aynı zamanda erişebilmektedir. Fakat bu varsayım da eleştiriler almıştır. Bilginin herkese aynı anda ve eşit bir şekilde ulaşması pek mümkün olmamakta ve bilgi asimetrisi oluşmaktadır. Bir şirketin genel müdürünün, gelecek bilanço döneminde açıklanacak kârı biliyor olması, burada bütün yatırımcıların aynı zamanda bilgi sahibi olduğundan söz edilemez. Asimetrik bilgi ile ilgili Nobel ödüllü Akerlof 'Limon Piyasaları Analizi' çalışması yapmıştır. "The Market for Lemons" adlı 1970 yılında yaptığı çalışmasında homojen ürün ve çok sayıda firma gibi varsayımların gerçek hayatla bağdaşmadığı, çoğu zaman bir tarafın daha fazla bilgiye sahip olduğunu ortaya koyarak, asimetrik bilgi kavramını ortaya çıkarmıştır. Dolayısıyla asimetrik bilginin piyasalardaki etkinlik seviyelerini azalttığı ortaya çıkmaktadır. Ayrıca hipotezin varsayımlarından olan rasyonel insan kavramı da eleştirilmektedir. Bu eleştiriler ışığında ekonomi dünyasında insan davranışlarının, bilişsel, psikolojik ve sosyal faktörlerin bireylerin kararlarını etkilediği kanısına varılmıştır. Bu noktada, Geleneksel Finans Teorilerine alternatif olarak Davranışsal Finans Teorileri geliştirilmeye başlanmıştır.

1.2. DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI VE DAVRANIŞSAL FİNANSIN TEMELLERİ

1.2.1. Davranışsal Finans Kavramı

Geleneksel Finans Teorileri yatırımcıları, faydasını maksimize edebilmek için çok karmaşık problemleri bile çözebilen, duygularının etkisi altında kalarak sapmalar yaşamayan rasyonel bireyler olarak varsayımlardır. Rasyonel birey, yatırım tercihlerinde Beklenen Fayda Teorisinden yararlanarak uygun portföyü seçen, aynı hataları tekrarlamayan, Etkin Piyasalar Hipotezinin varsaydığı gibi piyasaya gelen bilgiler doğrultusunda beklentilerini güncelleyebilen “homoeconomicus” olarak adlandırılan bir insan tipidir (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 247-268).

Fakat birçok ekonomist bu varsayımların gerçek hayattaki olaylarla bağdaşmadığını fark etmiştir. Geleneksel Finans Teorilerinin 1970’lerden sonra piyasadaki oluşan anomalileri açıklamada yetersiz kalması üzerine, davranışsal finansın ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır. Davranışsal finans bilişsel psikoloji ve arbitrajın sınırlı oluşuna bağlıdır. Ayrıca bireylerin aynı hataları tekrar edebilen ve psikolojik faktörlerin etkisi altında kalabilen bir yapıda olduklarını varsaymaktadırlar. Bu varsayımlara karşı çıkanlar kadar, varsayımları kabul edenler de olmuştur.

Geleneksel finans, yatırımcıların Beklenen Fayda Teorisine göre risk ve beklenen getirilerini göz önüne alarak faydalarını maksimize etmeye çalıştıklarını varsayar. Fakat davranışsal finans, yatırımcıların yatırım kararı verirken yalnızca risk ve beklenen getiriye değil daha fazla değişkeni göz önüne alarak yatırımlarından beklenen getirilerinin faydasını maksimize etmekten ziyade onları tatmin etmek istediğini varsayar. Çünkü bütün değişkenlerin değerlendirilmesi kusursuz değildir ve hal böyleyken fayda maksimizasyonu değil en iyi ihtimalle tatmin söz konusu olur. Örneğin; doğa ile iyi geçinen doğa dostu ‘yeşil fonlar’a yatırım yapan yatırımcılar veya sigara alkol üreten şirketlere yatırım yapmaktan kaçınan insanların amaçları fayda maksimizasyonu değil tatmindir. Yaradılışı gereği insanların doğasında kendisi acıdan uzaklaştırıp haza yönelmek vardır. Dolayısıyla davranışlarının amacı da hazdır. Bu noktada rasyonaliteden uzaklaşabilmektedir.

Geleneksel finans ve davranışsal finans kullandıkları metodoloji açısından da birbirlerinden farklılık göstermektedirler. Geleneksel finansta öncelikli olarak bir model geliştirilir, test edilebilir çıkarımlar yapılır ve çıkarımların ampirik doğruluğu teste tabi tutulur. Davranışsal finansta ilk önce davranışlar gözlemlenir, gözlemlenen davranışlara göre modeller oluşturulur. Sonuç olarak geleneksel finans yatırımcıların nasıl davranması gerektiğini ortaya koyarken, davranışsal finans nasıl davrandığını ortaya koymaktadır.

Davranışsal finansın temel varsayımları (Bostancı, 2003: 9):

- İnsanlar “rasyonel” değil, “normal” kabul edilir.
- Yatırım tercihlerinde risk ve beklentiden daha fazla değişkenleri dikkate alırlar.
- Amaç fayda maksimizasyonundan ziyade tatmin olmalarıdır.
- İnsanların nasıl davranması gerektiğinden değil, nasıl davrandığından söz eder.

Davranışsal finans, insanların daima rasyonel davranmadıklarını dolayısıyla da Etkin Piyasalar ve Beklenen Yarar Hipotezinin geçerli olmadığını ortaya koymaktadır. Etkin Piyasalar Hipotezine göre mevcut fiyatlar piyasadaki maliyetsiz ve zahmetsiz olarak elde edilen bilgileri yansıtır. Fakat herkes bilgiye ulaşsa da algısal farklılıklardan dolayı, farklı fiyat beklentileri olacaktır. Bu da piyasada bazı anomalilere neden olmaktadır (Tufan, 2008: 7). Anomali, piyasalarda düzensiz ve rasyonel olmayan olaylar demektir. Davranışsal finans geleneksel finans tarafından dikkate alınmayan anomalileri açıklar. Piyasalarda oluşan anomalinin pek çoğunun insan psikolojisinden kaynaklanabileceği dikkate alınarak veya karar alma süreçlerine psikolojik unsurların da ilave edilmesiyle davranışsal finans ortaya çıkmıştır (Cornicello, 2003: 23).

1979 yılında psikologlar Kahneman ve Tversky geleneksel finanstaki Beklenen Fayda Teorisine karşıt olarak Beklenti Teorisi'nin temellerini atmışlardır. Kudüs'te Hebrew Üniversitesi'nde, İsrail ordusuna katılacak olan askerler üzerinde bir çalışma yaparak bu teoriyi geliştirmişlerdir. Kahneman'ın davranışsal finans alanında yaptığı çalışmalar bilim dünyası tarafından tanınmış ve 2002 yılında Nobel ödülünü almaya hak kazanmıştır. Bunun üzerine bu alanda yapılan çalışmaların sayısı giderek artmış ve birçok akademisyeni bu konuda çalışmalar yapması için cesaretlendirmiştir (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 254).

Çalışmanın bu aşamasında literatürdeki davranışsal finans ile ilgili farklı tanımlara yer verilmektedir:

Tufan'a (2008: 24) göre yatırımcıların rasyonel olduğunu varsayalım. Karar aşamasında gelecek ve belirsizlik olduğu için tahmin ve risk söz konusu olacaktır. Yatırımcıların farklı ekonomik algıları doğrultusunda farklı tercihleri olacağı için yatırımcı kararlarının yönlendireceği endeks ve oranlar farklılık gösterecektir. Trenddeki değişimleri yalnızca ekonomik parametrelerle açıklamak olanaksız olacaktır, davranışsal faktörler de bu değişimleri etkilemektedir. Ekonomik faktörlerle davranışsal faktörler karşılıklı etkileşim içerisindedir.

Russel'e (2000: 7-9) göre davranışsal finans, yatırımcıların finansal varlıklarının beklenen getirileri konusunda tahminlerde bulunurken nasıl irrasyonel davrandıkları, yani nasıl sistematik hatalar yaptıklarının tespit edilmesidir. Davranışsal finans, finans piyasalarındaki anomalilerin nedenlerini açıklamaya çalışan interdisipliner bir alandır.

Sezer'e (2013: 63) göre davranışsal finans, psikoloji biliminin finansal piyasalar ve yatırımcı kararları üzerindeki etkisini araştıran bir bilimdir.

Barberis ve Thaler (2002: 34) davranışsal finansı "geleneksel finans teorilerinin göz ardı ettiği gerçek insanların nasıl karar aldıkları ve nasıl bir farklılık yarattıklarını açıklayan önermedir" şeklinde tanımlamışlardır.

Son olarak Geleneksel Finans Teorileri, finansal piyasalarda gerçekleşen fiyat ve hisse fiyatının temel değerden uzaklaşmasının nedenini, piyasalardaki dalgalanmaları ve anomalileri açıklamakta yetersiz kalmıştır. Geleneksel Finans Teorilerinde modellendiği gibi piyasalar etkin olarak çalışmamakta ve fiyatlar teorilerdeki gibi oluşmamaktadır. Etkin Piyasalar Hipotezinin piyasalarda işlememesi ve piyasalarda oluşan dalgalanmalar, anomalileler, insanların rasyonel kararlar alacak bir sisteme sahip olmaması finansal ve ekonomi alanındaki analizlerde insan psikolojisinin ve davranışlarının hesaba katılmasına yani davranışsal finansın ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır (Taner ve Akkaya, 2005: 48-51).

Davranışsal finans öz olarak iki kavramla anlatılacak olursa; biri yatırımcıların önyargıları (psikolojik faktörler), diğeri ise yatırımcıların irrasyonelliğine bağlı olarak oluşan arbitraj sınırıdır. Yatırımcıların kazancını maksimize edip kayıplarını minimize edecek hatasız bir sistemleri yoktur. Psikolojik önyargılar, kişisel özellikler, duygular,

eğilimler yatırımcıların kararlarını etkilemekte ve sistematik olarak hata yapmalarına neden olmaktadır. Yatırımcılar karar alırken matematiksel modelleri kullanmaktan ziyade, kendilerini tatmin edecek davranışları seçme yönünde bir eğilim gösterirler.

1.2.2. Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi

Davranışsal finansın popülaritesinin 1990'larda artmasına karşın ortaya çıkışı çok daha eskilere dayanmaktadır. Literatürde bilinen en eski örneği 17. yüzyılda yaşanmış olan "Lale Çılgınlığı"dır. Kanuni Sultan Süleyman'ın 1562'de Hollanda kralına hediye olarak verdiği lale soğanı ve Hollanda'dan ziyarete gelip lalelerden etkilenip ülkelerine lale soğanıyla dönen Hollandalılar Avrupa'da bilinmeyen lalelerle tanışmış oldular. Kısa bir süre içerisinde Hollanda'da bir statü ve elitlik simgesi haline gelen laleler çok büyük ilgi görmeye başlamıştır (Sönmez, 2010: 18). Elitlerin ilgi gösterdiği lale soğanları bir süre sonra orta sınıfa da yayılmış ve insanlar her şeylerini satarak lale soğanları almaya başlamışlardır. Lale soğanlarına olan talep artışı bunların fiyatlarını da arttırmıştır. 1623 yılında bir lale soğanının fiyatı 1000 gineye kadar yükselmiş ve o sıralarda Hollanda'nın ortalama yıllık geliri bile yaklaşık 150 ginedir. Hatta Amsterdam'da 1637 yılında bir lale soğanının fiyatı 5200 gineye kadar yükselmiştir. Bu da Amsterdam'da bir burjuva evinin fiyatı ile eş değerdirdi. Artık 1637 yılına gelindiğinde lale piyasası çökmüş, ülkenin en soylu, varlıklı ailelerini bile iflas ettirmişti. Hollanda ekonomisi de uzun süre kötüye gitmiştir (Mazgit, 2007: 9). Bu olaya bakıldığında insanların 400 yıl önce bile rasyonellikten ne kadar saptığı görülebilmektedir.

Adam Smith (1759); insan psikolojisinin önemine vurgu yapmaktadır. Smith, "...iyi bir durumdan kötü bir duruma geçtiğimizde acı çekiyoruz. Daha sonra tekrar kötü durumdan iyi duruma geçtiğimizde mutlu oluyoruz..." ifadeleriyle davranışsal finansdaki zarar etmekten korkma durumuyla ilgili olarak riske girememeye işaret etmektedir (aktaran Cornicello, 2004 :23).

MacKay (1841); tarafından çeşitli paniklerden ve ticari hileler ile kitle davranışlarının finansal piyasaları nasıl etkilediğini anlatmaktadır (aktaran Ertan, 2007: 20). Le Bon (1896); tarih, sosyoloji, psikoloji gibi bilimlerin kalabalıklar (crowds) üzerindeki etkisini araştırarak, davranışsal finansın faktörlerinden "sürü

psikolojisi”nin bulguları tespit etmektedir. Selden (1912); sermaye piyasasında psikolojinin uygulandığı çalışmada yatırımcılar üzerindeki psikolojik ve duygusal zorlamaları tartışılarak yatırım psikolojisi ve finans psikolojisi terimlerini literatüre kazandırmıştır (Ricciardi ve Simon, 2000: 1).

İlk olarak Mill tarafından kullanılan “Homo Economicus” (Ekonomik İnsan) kavramı, kararlarında çıkarlarını düşünen rasyonel insan tipi olarak tarif edilmiştir. 20. yüzyılın başlarında Keynes, Veblen, Fisher gibi iktisatçılar tamamen kendi çıkarlarını düşünen ve tam rasyonel bir insan yapısını gerçekçi bulmadıklarını, “sınırlı rasyonalite”nin daha gerçekçi olduğunu belirtmişlerdir. 1950’li yıllarda ortaya çıkarılan “deneysel iktisat” çalışmaları davranışsal finansın mihenk taşlarından biri olmuştur. Nobel ödülü alan Allais 1953 yılında Allais Paradoksu ile deneysel iktisat için önemli bir çalışma yapmıştır. 1967 yılında Ulric Neisser tarafından bilişsel psikoloji ortaya koyulmuş ve bu da davranışsal finans için önemli bir gelişme olarak görülmüştür.

Davranışsal finans alanında yapılan en önemli çalışma ise Kahneman ve Tversky (1979) *Econometrica*’da yayınlanan “*Beklenti Teorisi: Risk Altında Karar Verme Analizi (Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk)*”dir. Kahneman ve Tversky bu çalışmayla birlikte davranışsal finansın önemli teorilerinden biri olan ve geleneksel finanstaki “Beklenen Fayda Teorisi”ne karşıt olan “Beklenti Teorisi”ni ortaya koymuşlardır. Beklenen Fayda Teorisindeki “beklenen risk” Beklenti Teorisinde “algılanan risk” formunu almıştır (Ritter, 2003: 430).

Thaler’in da davranışsal finansın gelişimine önemli katkıları olmuştur. 1987-1990 yılları arasında anomaliler adlı köşesinde geleneksel finansın çelişen örneklerini verip Davranışsal finansın gelişiminde büyük rol oynamıştır. Ayrıca Shiller ile birlikte birçok seminerler yapmışlardır (Türkan, 2010: 18).

2002 yılında Ekonomi Nobel Ödülü davranışsal finans alanında önemli çalışmalar yapmış olan Kahneman’a verilmiştir. Kahneman’ın bu ödülü davranışsal finansın bilim dünyası, aynı zamanda akademi tarafından da resmi olarak tanındığını kanıtlamaktadır. Böylece bu konuda çalışmalar yapmak isteyen birçok akademisyen ve piyasa profesyonelleri cesaretlenmiş, birçok doktora ve yüksek lisans çalışmaları için de önemli bir konu olmuştur.

Tufan'a (2008: 28) göre günümüzde, davranışsal finans sempozyumlarda, yüksek lisans ve doktora programlarında kendine iyi bir yer edinmiş ve hızla taraftar bulmaya devam etmektedir.

1.2.3. Davranışsal Finansın Amaçları

Davranışsal finans, yatırımcıların akılla ilgili hatalarına odaklanmaktadır. Yatırımcılar bazen hata yapma eğilimindedirler. Davranışsal finans bilgisel piyasa etkinliğinden sapmaları yatırımcıların tamamen rasyonel olmayan davranışları ile açıklamaktadır (Ülkü, 2011: 101-132). Davranışsal Finans Teorileri, insanların her daim rasyonel olmadığını ve geleneksel finans modellerindeki Etkin Piyasalar ve Beklenen Yarar Hipotezlerinin geçerli olmadığını göstermektedir. Piyasalarda birçok anomali ve dalgalanma yaşanmaktadır. Bu anomali durumunda irrasyonel yatırımcılar mevcut fonları kaybetmekte ve doğal bir seleksiyon meydana gelmektedir (Ülkü, 2011: 101-132). Davranışsal finans, yatırımcıların gerçekte finansal ortamda nasıl davrandığını ortaya koyar. Davranışsal finans bilişsel ön yargıların ve duyguların finansal kararları kapsamlı olarak da finansal piyasaları nasıl etkilediğini tespit eder (Nofsinger, 2014: 5).

Davranışsal finans, bireysel yatırımcıların psikolojik ön yargıları, karar aşamasındaki etkilendikleri bilişsel kuralları ve bunun piyasalardaki etkilerine dayanmaktadır. Fiyat ve getirilerdeki anomaliler üzerinde yatırımcının davranışlarının etkisi çok önemlidir. Davranışsal finasta işte bu davranışları yani önyargıları ve bilişsel kuralları tespit edip etkilerini anlamaya çalışan bir bilim dalıdır (Şenkesen, 2009: 123).

Davranışsal finansın amaçları maddeler halinde toparlanacak olursa:

- Davranışsal finans; klasik iktisat ve finansın, psikoloji ve karar alma birimleri ile entegrasyonudur.
- Davranışsal finans, finans literatüründe tespit edilen anomalilerin nedenlerini açıklamaya çalışmaktadır.
- Davranışsal finans, bireyleri rasyonel olarak kabul eder ve yatırımcıların karar verirken sistematik olarak nasıl bilişsel hatalar yaptığını araştırmaktadır.

- Davranışsal finans insan psikolojisinin yatırımcıların aldıkları kararları ve dolayısıyla finansal piyasaları nasıl etkilediğini açıklamaya çalışmaktadır.
- Davranışsal finans, geleneksel finansın sınırlarının psikoloji, sosyoloji ve sosyal bilimleri de kapsayacak biçimde genişletilmesidir (Shiller, 2003: 102).
- İnsanlar, zaman zaman optimal karar almaktan sistematik olarak sapmalar yaşamaktadırlar. Davranışsal finans, geleneksel finanstaki varsayımları esneterek, insanların gözlemlenebilen sistematik hatalarını belirlemeye ve açıklamaya çalışır (Barber ve Odean, 1999: 41).

Son olarak davranışsal finansın finans alanına katkıları;

- Gerçek yatırımcı davranışını ortaya çıkarır, yatırımcıların nasıl davranması gerektiğine değil nasıl davrandığına bakar.
- Geleneksel modellerde rasyonel yatırımcı davranışları ile tutarsızlık gösteren fiyat yapılarını tespit eder.
- Yatırımcı davranışlarını ve fiyat yapılarını açıklayan yeni teoriler geliştirir (Svenson, 1981: 145).

1.2.4. Davranışsal Finansın İlişkili Olduğu Bilim Dalları

Davranışsal finansın temelleri, bireylerin davranışları üzerine çalışan psikoloji, sosyal psikoloji, sosyoloji ve antropoloji bilimleri ile ilişki içerisinde olan interdisipliner bir alandır. Davranışsal finans, bireylerin davranışları üzerine çalışan bu bilimlerden teorik ve pratik olarak yararlanmaktadır. Davranışsal finans, psikoloji bilimini kendisine altyapı olarak almaktadır. Ayrıca davranışsal finansın mihenk taşı, dönüm noktası olarak bilinen Kahneman ve Tversky de psikoloji kökenlidir.

Şekil 8: Davranışsal Finans ve İlişkili Olduğu Davranış Bilimleri



1.2.4.1. Psikoloji

Psikoloji; “davranışların ve zihinsel süreçlerin bilimsel yöntemlerle incelenmesi” olarak ifade edilebilir. (Atkinson ve diğerleri, 1999: 8). Psikoloji bilimi, bireylerin olaylar karşısındaki tutum ve davranışlarının incelenmesini, bu tutum ve davranışları anlamak için bireylerin zihinsel süreçlerinin ve bellek yapılarının analizini kapsayan bilim dalıdır.

Psikolojinin, davranışsal finans ile ilişkisi bilişsel psikoloji ve zihinsel süreçler ile ilgili yapılan araştırmalara dayanmaktadır. İnsan davranışlarını anlamaya ve açıklamaya çalışır. Algı, öğrenme, sorun çözme, dikkat, duygu, hafıza psikolojinin temel çalışma konularıdır. Yatırımcıların yatırım kararı alma aşamasında karşılaştıkları olay ve olgular psikoloji biliminin ilgi alanına girmektedir. Bunun yanı sıra kişilik de psikolojinin ilgi alanına girmektedir. Aktif, pasif, sakin, agresif çabuk karar veren-vermeyen kişilik özellikleri karar vericinin davranışsal boyutunu etkilemektedir (Tufan, 2008: 44).

Bireyin davranışlarını anlamaya çalışan psikoloji bilimi, bu davranışların temelindeki kompleks süreci açıklayabilme yönünden de önemli bir işleve sahiptir. Çoğu bireyin tecrübe ettiği gibi bazı anlarda kontrolümüzü kaybeder, istesek de mantıklı ve kontrollü davranamayız. Bazı anlarda ise isteyerek olabileceğimizden daha

mutlu, neşeli ve canlı oluruz. İşte bu farklı ruh halleri bireylerin yatırım kararlarına yön verecek, yatırım kararlarını etkileyecektir. Bu yüzden bireylerin davranışlarının temelinde yer alan farklı duygu, düşünce, güdü ve tecrübeler yatırım kararlarının analizinde önemli bir rol oynamaktadır (Eraslan ve Kayahan, 2005: 14).

Geleneksel modellerde, insanların risk ve belirsizlik içeren durumlarda, bütün olası sonuçların risk ve getirilerini ağırlıklandırarak optimal risk getiri düzeyini tercih ettikleri varsayılmaktadır. Bu geleneksel teorilerin en büyük eksikliği yatırımcıların karar alırken duygulardan etkilenmediklerini varsaymaları, yani psikolojiyi göz ardı etmeleridir. Oysaki insanlar, bilhassa belirsizlik ve risk içeren durumlarda, duygularından fazlasıyla etkilenmektedirler (Bostancı, 2003: 14-15).

Davranışsal finasta, Andrew Lo finansal riske, riski azaltmak konusunda fiyat, zarar etme konusunda olasılık ve riskten ne kadar uzak durulacağı konusunda tercihlerden bahsetmektedir. Geleneksel finasta riske yaklaşım hususunda oluşturulan finans modellerinde, fiyat ve olasılık hesaba katılmış, fakat tercihlerden bahsedilmemiştir. Psikoloji bu aşamada devreye girmekte ve yatırımcıların tercihlerinde etkili olan faktörleri ele almaktadır. Böylece finans ve psikoloji disiplinleri birbirlerine yaklaşmış ve davranışsal finans ortaya çıkmıştır (Tufan, 2008: 44).

1.2.4.2. Sosyal Psikoloji

İnsanlar sosyal varlıklardır. İlk çağlardan beri içgüdü, doğuştan var olan birtakım özellikler, öğrenme ve ihtiyaçların giderilmesi gibi değişik nedenlerden dolayı birlikte yaşamayı seçmişlerdir (Freedman ve diğerleri, 2003: 68-72). Sosyal psikoloji ise sosyal gruptaki bireylerin davranışlarını incelemektedir. Sosyal psikoloji, kişinin başka bir kişiyi nasıl etkilediğini ve başka kişilerle nasıl ilişki kurduğunu araştırmaktadır.

Toplumsallık üzerine yapılan çalışmalarda “...insanların kendilerini, kendilerine benzeyen başkalarıyla karşılaştırma...” eğiliminde oldukları görülmüştür. Bu çıkarıma göre yatırımcıların başarılarını, kendileriyle aynı veya kendilerine en yakın yatırım tercihleri olan başka yatırımcılarla karşılaştırıp kıyaslamaları olağandır.

Yani yatırımcılar finansal piyasalarda kendileri gibi olanları arayış içerisinde olacaklardır (Freedman ve diğerleri, 2003: 86).

Sosyal psikoloji davranışsal finansın öne sürdüğü irrasyonel yatırımcı olgusunu da desteklemektedir. İnsanlar hakkında çok sınırlı bilgi veya ipucuna sahip olup da onlara ilişkin izlenimler oluşturabilir (Freedman ve diğerleri, 2003: 96). Buna ilişkin olarak yatırımcıların da bir finansal araç hakkında yeterli bilgi sahibi olmadan onlara karşı oluşan ilk izlenimlerine göre yatırım yapabilecekleri söylenebilir.

Koçel'e (2003: 532) göre yatırımcılar, piyasa ile ilgili aldıkları haberleri algılarına göre yorumlamakta ve karar vermektedirler. Algı; duyu organlarından gelen verilerin (bilgi, uyarı) organize edilmesi ve onlara anlam yüklenmesi süreci olarak tanımlanabilir. Bireyin davranışı, bu davranışa sebep olan uyarının algılanma biçimini etkilemektedir. Bu yüzden, iki farklı kişi aynı bilgiyi-uyarıyı farklı olarak algılayabilir. Bu algı farklılığının nedeni, bireylerin sahip oldukları değer yargıları, ihtiyaçları, amaç ve hedefleri, içinde buldukları, yani yetiştikleri kültürel ortam, bilgi düzeyleri, hisleri, geçmişteki tecrübeleri, fiziksel özellikleri gibi unsurlardır. Bu faktörler içsel faktörler ve dışsal faktörler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır:

- (i) İçsel faktörler: Algılayanın kişilik yapısı (içine kapanık, dışa dönük, sakin, agresif, aktif, pasif), ihtiyaçları, amaçları, hedefleri ve gereksinimleridir.
- (ii) Dışsal faktörler: Uyarıcının geliş sıklığı, kaynağı, yoğunluğu da dışsal faktörlerdir

Tufan'a (2008: 47) göre yatırımcıların karar vermelerinde motivasyonları da etkili olmaktadır. Özellikle yönetim ve organizasyon alanında çalışanların motivasyonunu araştıran bazı kuramlar vardır. Yani yatırımcıların karar süreçlerinde motive olup olmamaları anlamında davranışsal finansı ilgilendirmektedir. Sosyal psikoloji, davranışsal finansın etkilendiği temel bilim dalları arasında yer alan önemli bir bilim dalıdır.

1.2.4.3. Sosyoloji

Sosyoloji, bireylerin ve grupların sosyal davranışlarını sistematik olarak inceleyen bilim dalıdır. Özellikle sosyal olayların insanların tavır ve davranışlarını

nasıl etkilediğini incelemektedir. Ayrıca etrafımızdaki insanları, onların düşlerini, acılarını, endişelerini daha iyi anlamamıza yardımcı olmaktadır. Empati yeteneğimizin güçlenmesini, diğer toplumlar ve gruplar hakkında bilgilenmemizi sağlamaktadır (Bozkurt, 2004: 17).

Finansal kararlar, toplumdan kopuk izole bir ortamda verilmemektedir. Birey ve toplum karşılıklı etkileşim içerisindedir. Bireysel yanılgılar kitlesel yanılgılara dönüşebilmektedir (Kubilay ve Bayrakdaroğlu, 2017: 5). Bu etkileşimin de olmazsa olmazı iletişimidir. Başlıca toplumsal iletişim tipleri şu şekilde sıralanabilir:

- (i) Mübadele: Mübadele yalnızca paranın değişimi değildir. Çoğunlukla değişim toplumsaldır. Örneğin; bir çocuk çikolata karşılığında güzel bir davranışta bulunabilir. Ya da bir tez sunumunda öğrenci sunuma dair iltifat alıp karşılığında teşekkür edebilir. İki durumda da toplumsal davranış, toplumsal bir ödül karşılığında mübadele edilmiştir.
- (ii) İşbirliği: Ortak amaçlara sahip insanların birlikte çalışma süreçleridir. Bir inşaatın tamamlanmasında inşaat ustalarının birbirlerine yardımcı olmaları veya ameliyatta olan bir hasta için doktor ve hemşirelerin birlikte çalışması işbirliğine örnek olarak verilebilir.
- (iii) Rekabet: Aynı ödüle sahip olabilmek amacıyla, iki veya daha fazla kişi arasında olan yarışır. Bazı kültürlerde rekabet imkânı daha fazladır.
- (iv) Çatışma: Bireylerin fiziki ve toplumsal olarak birbirlerini ortadan kaldırma çabalarıdır.
- (v) Baskı: İnsanların istemedikleri şeyleri yapması için zorlanmasıdır.

Weber (2004); davranış türleri şu şekilde sınıflandırılmaktadır:

- (a) Amaçla ilgili rasyonel davranış: Bireyin, nesnelere ve insanların davranışları ile beklentilerinin olması ve bu beklentileri mantıklı, akılcı şekilde ölçüp tartarak kendi amacına ulaşabilmesi için bir araç olarak kullanması veya amaca ulaşabilmek için koşulları değerlendirmesidir.
- (b) Değerle ilişkili rasyonel davranış: Bireyin, bir davranışı ona yüklediği değerlerden dolayı gerçekleştirmesidir. Örneğin bir davranış; sadece ahlaki dini ya estetik bakımdan taşıdığı değerlerden dolayı yapmasıdır.

- (c) Duygusal davranış: Alışılmamış, her zaman olmayan bir tahrike karşı tepki halinde ortaya çıkan davranıştır. O an için birden kendi kontrolünü kaybederek duygusal tutum ve heyecanla yapılmış davranışlardır.
- (d) Geleneksel davranış: Bireyin, geleneksel yerleşik alışkanlıklarına göre davranışlarda bulunmasıdır (Bozkurt, 2004: 10-11).

Davranışsal finans psikoloji, sosyoloji ve finansın birleşimi olan interdisipliner bir alandır. Finansal piyasalar, insanların etkileşim içinde olduğu sosyal düzenlemelerdir. Davranışsal finans; toplumu konu alan sosyoloji ile bireyi temel alan psikoloji gibi bilim dallarından faydalanmaktadır.

1.2.4.4. Antropoloji

Antropoloji, insan bilimi demektir. Tek tek bireyleri değil de grup içinde yaşayan insanları ve bunların yaptıklarını, çevreden nasıl beslendiklerini, insan topluluklarının yaşam ve inanç tarzlarını, ırksal özelliklerini incelemektedir. Sosyoloji, psikoloji, ekonomi ve tarih bilimleriyle doğrudan ilişkilidir. Antropolojinin dört ana dalı vardır: Kültürel antropoloji, fiziksel antropoloji, dil antropolojisi ve arkeoloji.

Davranışsal finans ile antropoloji arasındaki ilişki, antropolojinin ekonomi ve sosyal yaşamı birleştirdiği ekonomik antropolojiden gelmektedir. Ekonomik antropoloji; şekilcilik, gerçekçilik ve kültürelcilik gibi alt dallara ayrılmaktadır. Bunlar:

Şekilcilik: Ekonomiyi kıtlık şartlarında fayda maksimizasyonu şeklinde tanımlayan bir modeldir. Robbins ekonomiyi; kıtlık ve amaçlar arasındaki alternatiflerin değerlendirilmesinde insan davranışlarını inceleyen bir bilim şeklinde açıklamaktadır. Şu varsayımlara ulaşılmaktadır:

- Bireyler fayda maksimizasyonu için alternatifler arasından en iyi olanı seçmektedir.
- Bireyler sonsuz ihtiyaçlara karşı kıt kaynaklara sahiptirler.
- Bireyler maliyetlerini ve elde edecekleri faydayı ölçmek için sahip oldukları bütün bilgileri kullanırlar.

Gerçekçilik: Polanyi'nin (2014) 'Büyük Dönüşüm' adlı çalışma ile ortaya çıkarılmıştır. Bu modele göre ekonominin iki anlamı vardır: Ekonomi, kıtlık koşulları

altında alternatifler arasından faydasını maksimize edecek akıllı seçimler yapmaktır. Gerçekçilik, kıtlık koşullarını ve akılcı karar vermeyi hesaba katmaz. Bireylerin sosyal ve doğal ortamda nasıl yaşadığına bakar.

Kültürelcilik: Kültür, toplumun yaşayış ve düşünüş tarzıdır. Dünyanın birçok farklı yerinde, farklı yaşam şartları, farklı iklim şartları, tehlike ve güvenlik koşulları ile yiyecek-içecek bulabilme telaşı farklı davranışlara ve sonuç olarak farklı kültürlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. O yüzden bazı antropologlar batı tipi ekonomik modellerin bütün dünya halkları için geçerli olacağı varsayımını eleştirmiştir. Kültür, bir toplumun kimliğini oluşturur ve onu diğer toplumlardan farklı kılar. Kültürelcilik yaklaşımı bireylerin yalnızca kültürel altyapılarıyla değil, satın aldıkları mallara yükledikleri değerlerle de ilgilenmektedir.

Davranışsal finans, psikolojiden, sosyolojiden, antropolojiden, finanstan etkilenen interdisipliner bir bilim dalıdır. Ayrıca davranışsal ekonomiden ve yatırımdan da etkilenmektedir. Davranışsal ekonomi; psikoloji ve ekonomiyi birleştiren bir bilimdir. Kişilerin harcamalarını, yatırım pratiklerini, korkularını ve borç almalarını ve bu kararlarında nasıl ve neden bazen irrasyonel davrandıklarını açıklamaya çalışmaktadır. Yatırım, para ve sermayenin gelir ve kar elde etmek için; işe, gayri-menkule, hisse senedine, bonolara nasıl ayrılacağını incelemektedir. Finans ise değer belirleme ve karar vermeye ilişkin bir bilim dalıdır. Finans fonksiyonları, paranın kazanılması, yatırım ve kaynakların yönetilmesiyle ilgilenmektedir (Ricciardi, 2003: 12). Sonuç olarak davranışsal finansın yukarıda bahsedilen bütün bilim dallarıyla ilişkisi vardır.

1.2.5. Kahneman ve Tversky Beklenti Teorisi

Davranışsal finansın temellerini atan Kahneman ve Tversky (1979) “*Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk (Beklenti Teorisi: Risk Altında Karar Analizi)*” çalışmalarında Beklenen Fayda Teorisinin yetersizliklerini ortaya koyarak, bu teoriye alternatif olarak Beklenti Teorisini ortaya koymuşlardır. Bu çalışma hem finans hem de psikoloji alanı için çok önemli bir çalışmadır. Kahneman ve Tversky bu çalışmalarında bireylerin Beklenen Fayda Teorisini varsayımlarını ihlal ettiklerini göstermişler ve Beklenen Fayda Teorisinin modellerinin yeterli derecede açıklayıcı bir

model olmadığını ileri sürmüşler, dolayısıyla belirsizlik ve risk altında karar almalarında kullanacakları beklenti teorisini geliştirmişlerdir (Nicholas, 2013: 173).

Kahneman 2002 yılında bu çalışması ile Nobel ödülünü kazanmış, bu çalışma davranışsal finansın temeli sayılmakta birlikte en fazla atıf yapılan eser olmuştur. Bu çalışmayı Tversky ile birlikte yapmıştır, fakat Tversky hayatta olmadığı için Kahneman ödülü tek başına almıştır (The Royal Swedish Academy of Sciences, 2002: 10).

Beklenti Teorisi, Beklenen Fayda Teorisinin, matematiksel olarak formüle edilmiş, deneysel sonuçlarla da desteklenen bir alternatifidir (Shiller, 2001: 1309). Beklenti Teorisi, bireylerin belirsizlik ve risk altında karar verirken her daim rasyonel olmayacağını ve kararlarında psikolojik faktörlerin de etkili olacağını savunmaktadır. Beklenti Teorisi, getiri ve risk hakkında verilecek olan kararlarda algısal durumların ve psikolojinin etkilerinin olduğunu varsaymaktadır. Aksine Beklenen Fayda Teorisi psikolojiyi göz ardı ederek rasyonaliteyi ve olasılıkları dikkate almaktadır.

Beklenti Teorisi, belirli bir kayıp durumunda hissedilen acının şiddetinin, aynı miktardaki kazancın sağlayacağı mutluluğun şiddetinden daha fazla olduğunu varsaymaktadır. Yani insanlar kazançlara ve kayıplara farklı olasılık düzeylerinde farklı ağırlıklar vermektedirler. 'beklenen risk 'ten ziyade 'algılanan risk 'in hesaba katılması gerektiğini vurgularlar (Döm, 2003: 1).

1953 yılında tercihlerin doğrusal olmadığını ileri süren Allias, Beklenen Fayda Teorisini eleştirmiş, bireylerin bu teorinin varsayımlarını sistematik olarak ihlal ettiklerini deney sonuçları ile göstermiş ve bunu Allias Paradoksu olarak adlandırmıştır. Kahneman ve Tversky, Allias Paradoksundan yola çıkarak birçok deney yapmışlar ve bunun sonucunda Beklenti Teorisini ortaya koymuşlardır.

Kahneman ve Tversky Beklenti Teorisi ile Beklenen Fayda Teorisi arasındaki farkları şu şekilde sıralamak mümkündür:

- Beklenen Fayda Teorisi, yatırımcıların belirsizlik durumunda nasıl karar almaları gerektiği ile ilgilenirken, Beklenti Teorisi, betimleyici bir yaklaşımla kararların nasıl alındığı ve neler yapıldığı ile ilgilenmektedir (Döm, 2003 :12).
- Beklenti Teorisinde Kahneman ve Tversky, yatırımcıların belirsizlik altında Beklenen Fayda Teorisinde varsayıldığı gibi rasyonel kararlar alamamasının nedenini yatırımcıların karar verme süreçlerinde etkisi altında kaldıkları

duygusal faktörlere bağlamaktadır. Beklenen Fayda Teorisinde duygularından etkilenmeyen rasyonel insan tipi varken, beklenti teorisinde psikolojinin karar süreçlerini etkilediği irrasyonel insan tipi vardır.

- Kahneman ve Tversky yaptıkları çalışmaların sonucunda yatırımcıların tercihlerinde fayda maksimizasyonuna uymayan bulgular elde etmişlerdir. Beklenti Teorisine göre yatırımcılar kayıp ve kazanç durumunda aynı davranışları göstermezler, farklı olasılık durumlarında farklı davranışlarla farklı sonuçlara ulaşırlar (Döm, 2003: 14).
- Beklenen Fayda Teorisinde bireyler riskten kaçınma eğilimindedirler. Beklenti Teorisinde ise risk alma eğilimi daha çok kazanç sağlama isteğinden ziyade, kayıptan kaçınmak amacıyla. Beklenti Teorisi, bireylerin kayıp ve kazançları asimetrik olarak değerlendirdiğini ileri sürer. Kişinin risk karşısındaki sergilediği tavrı geçmişine dayanmaktadır. Geçmişte finansal kayıp yaşamış bir kişi, risk alma konusunda daha az istekli olabilmektedir (Şen, 2003: 83; Prast, 2004: 6-7).
- Beklenti Teorisi, Beklenen Fayda Teorisindeki fayda kavramı yerine değer fonksiyonunu ele almaktadır. Değer fonksiyonu, yatırımcıların beklentileri doğrultusunda belirlemiş oldukları referans noktasına göre beklenen kazançlarındaki değişimi ifade etmektedir. Referans noktasına göre beklenen kazançlardaki meydana gelen değişim yatırımcının değer fonksiyonunu etkilemektedir (Görener, 2003: 7). Beklenti Teorisine göre yatırımcılar mevcut referans noktalarına dayanarak belirlediği kayıp ve kazanç durumlarına göre yatırım kararı vermektedir (Şen, 2003: 85).

1.2.5.1. Beklenti Teorisinin İşleyişi

Yatırımcıların karar alma sürecindeki önyargılarının temellerini açıklayan beklenti teorisi; düzeltme ve değerlendirme aşamaları olmak üzere iki temel süreçten oluşmaktadır. Düzeltme süreci, seçim sürecini kolaylaştırmak için olasılıkların düzenlendiği, basitleştirildiği ve yeniden formüle edildiği aşamadır. Değerleme süreci ise düzeltme aşamasından geçmiş olan alternatifler arasından en yüksek değere sahip olan alternatifin seçildiği aşamadır. Değerleme süreci; değer fonksiyonu ve ağırlıklı

olasılık fonksiyonundan oluşmaktadır (Döm, 2003: 25-26; Kahneman ve Tversky, 1979: 274). Bu başlık altında Beklenti Teorisinin düzeltme ve değerlendirme aşamaları ile değerlendirme aşamasında kullanılan değer ve ağırlıklı olasılık fonksiyonları ele alınacaktır.

1.2.1.5.1. Düzeltme Süreci (Editing process)

Düzeltilme süreci, önerilen beklentilerin ilk analizinin yapıldığı süreçtir. Düzeltme safhası, yatırımcıların olasılıkları belirlemiş oldukları referans noktasına göre kazanç ve kayıp türünden ihtimalleri dikkate aldığı aşamadır. Bu aşamada yatırımcı seçmek zorunda olduğu ihtimalleri ve alternatifleri yorumlayıp zihinsel faaliyetlerde bulunabilmek amacıyla bilişsel süreç ve kurallardan faydalanmaktadır (Prast, 2004: 7-8). Düzeltme safhası, kodlama (coding), birleştirme (combination), ayırma (segregation), iptal etme (cancellation) olmak üzere dört zihinsel faaliyeti kapsamaktadır (Kahneman ve Tversky, 1979: 274).

1. Kodlama (Coding)

Yatırımcılar elde edecekleri getirileri, servetlerinin nihai durumuna göre değil kazanç ve kayıp olarak yani belirledikleri referans noktasından olumlu ya da olumsuz sapmalar olarak nitelendirirler. Yatırımcının servet düzeyine göre referans noktasının belirlendiği aşamadır. Referans noktasına göre kazanç ve kayıplar kodlanır. Mevcut durum, referans noktasının altındaysa kayıp, üstündeyse kazanç olarak değerlendirilir.

2. Birleştirme (Combination)

Benzer sonuçları olan seçeneklerin olasılıklarını birleştirerek basitleştirmektir. Yani özdeş sonuçlar birleştirilerek yeni bir beklenti oluşturulabilmektedir. Örneğin; (300, 0,20; 300, 0,20) getiri sağlanabilmesi yönündeki bir beklenti birleştirilerek (300, 0,40) getiri sağlanabilecek bir beklenti haline getirilebilir.

3. Ayırma (Segregation)

Bazı alternatifler riskli ve risksiz olmak üzere ikiye ayrılabilirler. Düzeltme safhasında bu alternatiflerin riskli kısmı risksiz kısmından ayrılabilir. Örneğin, (300, 0,80; 200, 0,20) olarak getiri elde edilmesi yönündeki bir beklentide 200 (TL) kesin kazanç (risksiz) çıkarılırsa (100, 0,80) riskli olasılık olarak

ayrıştırılabilir. Benzer olarak, (-400, 0,40; -100, 0,60) olarak kayıp elde edilecek bir seçenek ise 100 (TL) kesin kayıp ve (-100, 0,40) riskli olasılık olarak ayrıştırılabilir.

Düzeltilme aşamasının ilk üç safhasını oluşturan kodlama, birleştirme ve ayırma işlemleri ayrı ayrı her bir beklentiye uygulanmaktadır. Fakat düzeltme aşamasının dördüncü safhası olan iptal etme işlemi ise iki veya daha fazla beklentiden oluşan bir beklenti setine uygulanabilmektedir.

4. İptal etme (Cancellation)

Alternatiflerin sahip olduğu ortak öğelerin değerlendirme sürecinden çıkarılmasıdır. Ortak olan getiri ve olasılık değerleri seçenekten çıkarılarak basitleştirilir. Örneğin; (200, 0,20; 100, 0,50; -50, 0,30) ve (200, 0,20; 150, 0,50; -100, 0,30) şeklindeki iki beklenti iptal etme işleminin uygulanmasından sonra, (100, 0,50; -50, 0,30) ve (150, 0,50; -100, 0,30) şekline getirilir.

Kahneman ve Tversky alternatifler arasındaki seçimlerde yaşanan birçok anomalinin düzeltme safhasında yapılan hatalardan meydana geldiğini belirtmektedirler. Düzeltme aşamasından sonra yatırımcı düzeltilmiş her bir olasılığı değerlendirir ve en yüksek kazançta sahip olan seçeneği seçer. Bu aşama da değerlendirme aşamasıdır.

1.2.5.1.2. Değerlendirme Süreci

Düzeltilme sürecinden sonra değerlendirme süreci gelir. Düzeltme aşamasında düzeltilen, basitleştirilen her bir alternatif bu aşamada değerlendirilir ve maksimum değere sahip seçenek seçilir.

Düzenlenmiş olasılığın toplam değeri V ile ifade edilmektedir. İki bileşenden oluşmaktadır. Bunlar π ve v . x ve y sonuç düzeylerini, p ve q her bir sonucun olasılıklarını ($p+q = 1$) göstermektedir. Beklenti Teorisine göre düzenlenmiş olasılığın toplam değeri şu şekilde gösterilmektedir (Kahneman ve Tversky, 1979: 276):

$$V(x, p; y, q) = \pi(p)v(x) + \pi(q)v(y)$$

Birinci bileşen π her bir olasılığı (p), olasılığın beklenti içindeki etkisini gösteren karar ağırlığı $\pi(p)$ ile ilişkilendirilmektedir. Bu p 'nin seçeneğin toplam değeri üzerindeki etkisini gösterir. Fakat π bir olasılık ölçütü değildir. İkinci ölçüt v her bir sonuca (x) bir değer atar, yani her bir (x) sonucuyla ilişkilendirir. Bu sonucun

sübjektif değerini göstermektedir. Sonuçlar belli bir referans noktasına göre değerlendirilmektedir. Dolayısıyla v belirli bir referans noktasına uzaklığı, yani kazanç ve kaybı göstermektedir.

Yatırımcı değerlendirme safhasında bildiği sonuçları kendi öznel olarak algıladığı olasılıklar perspektifinden değerlendirir. Bu aşamada kayıptan kaçan ve irrasyonalliteyi azaltan davranışlar içinde olur (Görener, 2003: 7).

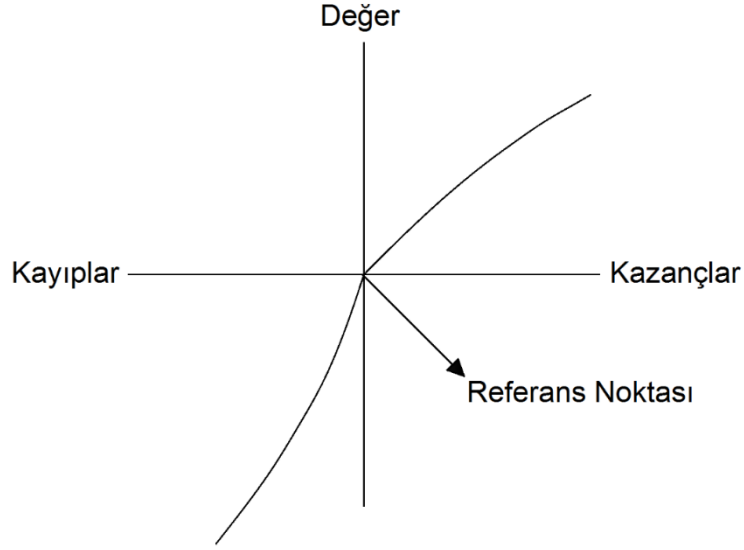
1.2.5.1.3. Değer Fonksiyonu (The Value Function)

Beklenti Teorisi, Beklenen Fayda Teorisindeki ‘fayda’ yerine ‘değer’ kavramını getirmiştir. Beklenen Fayda Teorisindeki fayda kavramına rasyonel bir hesaplama sonucunda ulaşılrken, beklenti teorisindeki değer kavramı rasyonel olmayan, psikolojik bir kavramdır (Akin, 2009: 88).

Beklenen Fayda Teorisindeki fayda yerine değer kavramı gelirken, servetin nihai durumu yerine ise kayıp ve kazanç kavramları gelmektedir. Yatırımcılar sübjektif bir değer fonksiyonuna sahiptirler. Çünkü aynı servet düzeyine sahip bir kişi kendini fakir olarak görürken bir diğeri zengin olarak görebilir. Ya da bir ürünün fiyatını biri pahalı bulurken diğeri ucuz olarak değerlendirebilir. Beklenti Teorisinde değer, yatırımcının servetindeki değişim ile ifade edilir. Beklenti Teorisinin kilit noktası değişimlerin değerlendiriliyor olmasıdır.

Değerlendirme aşamasında, düzeltme aşamasında biçimlendirilmiş olan seçenekler değerlendirilir ve yatırımcı alternatiflerden maksimum değeri olan tercih edilir. Ayrıca beklenti teorisindeki değer fonksiyonu iki bileşenden meydana gelmektedir. Bunlardan biri referans noktasını sağlayan varlık durumu (servet düzeyi), diğeri ise değişimin referans noktasından uzaklığıdır (Kahneman ve Tversky, 1979: 277). Referans noktası bireylerin sahip oldukları servet düzeyi ile oluşturulmaktadır. Getiriler referans noktası ile değerlendirilmektedir. Referans noktasının altında olanlar kayıp, üstünde olanlar ise kazanç olarak ifade edilmektedir.

Şekil 9: Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu



Kaynak: Kahneman ve Tversky, 1979: 279.

Beklenti Teorisine göre değer fonksiyonu yukarıdaki şekilde gösterildiği gibidir. Değer fonksiyonu, servet düzeyinden ziyade, kazanç ve kayıplar (referans noktasından sapma) olarak tanımlanmaktadır. Değer fonksiyonu kazanç ve kayıplar için farklılık göstermektedir. Değer fonksiyonu kazanç durumlarında iç bükey (konkav şeklinde), kayıp durumlarında dış bükey (konveks şeklinde)dir. Dolayısıyla kazanç durumunda yatırımcıların riskten kaçındıkları, kayıp durumunda ise risk alma hususunda istekli oldukları ifade edilebilmektedir (Döm, 2003: 29).

Beklenti Teorisinin “S” şeklindeki değer fonksiyonu, kayıpların verdiği üzüntünün eşit miktardaki kazançların verdiği hazdan daha fazla olduğunu göstermektedir. Yani kayıplar eşit miktardaki kazançlardan daha güçlü derecede hissedilir. Kazanç miktarı arttıkça sağlanan marjinal haz giderek azalmakta, benzer şekilde kayıp miktarı arttıkça duyulan marjinal üzüntü giderek azalmaktadır. İnsanlar kayıplara karşı daha duyarlıdır. Bundan dolayıdır ki değer fonksiyonu kayıp bölgesinde kazanç bölgesine göre daha diktir yani kayıp durumunda kazanç durumuna göre daha eğimli bir değer fonksiyonuna sahiptir (Bostancı, 2003: 30). Bu “kayıptan kaçınma” özelliği olarak ifade edilmektedir.

Yörükoğlu’na (2007: 68) göre yatırımcının, referans noktası 20 TL olan bir hisse senedinin fiyatı 22 TL’ye yükseldiği zaman hissedeceği mutluluk, hisse

senedinin fiyatının 24 TL'ye çıktığında hissedeceği mutluluktan daha çok olacaktır. Referans noktası 20 TL olan bir hisse senedinin fiyatı 18 TL'ye düşmesi yatırımcıyı hisse senedinin 18 TL'den 16 TL'ye düşmesinden daha çok üzecektir. Aynı miktarda kazancın ortaya çıkardığı mutluluk ile üzüntü benzer olmayacaktır. Çünkü Beklenti Teorisinde değer fonksiyonu kayıplar için kazançlara göre daha fazla eğimli yani daha diktir.

Beklenti Teorisi, insanların rasyonel olduğunu varsayanların gözden kaçırdığı birçok davranış modelinin farkına varılmasını sağlayan bir teoridir. Kahneman ve Tversky ortaya çıkan davranış modellerinin bireylerdeki şu iki eksiklikten kaynaklandığını iddia etmektedirler. Birincisi; bireylerin duygularının rasyonel, akılcı karar almalarını engellemesi; ikincisi ise, karşı karşıya geldikleri durumlarda tam olarak farkına varamadıkları için durum analizlerini yapamamalarıdır. Psikologlar bunu 'bilişsel güçlükler' olarak adlandırmaktadırlar (Bernstein, 2005: 305).

Buna göre Kahneman ve Tversky (1979: 266) yaptıkları çalışmada katılımcılara iki soru sormuşlardır:

Katılımcılara mevcut servet düzeylerine ilave olarak 1.000 \$ verildiğini farz etmeleri, bu durumda verilen iki seçenekten bir tanesini tercih etmeleri istenmiştir.

- a.) 500 \$ garanti kazanç
- b.) %50 olasılıkla 1000 \$ kazanç

Katılımcıların %84'ü 'a' seçeneğini tercih etmişlerdir.

Katılımcılara mevcut servet düzeylerine ilave olarak 2000 \$ verildiğini farz etmeleri, bu durumda verilen iki seçenekten bir tanesini tercih etmeleri istenmiştir.

- a.) 500 \$ kesin kayıp
- b.) %50 olasılıkla 1000 \$ kayıp

Katılımcıların %69'u 'b' seçeneğini tercih etmişlerdir.

Sorulan iki soruda da nihai sonuç; servet düzeyleri eşittir buna rağmen katılımcıların tercihleri farklı olmuştur. Geçmişteki kazanç ve kayıplar bilinmemektedir. Bu durumda yalnızca kazanç ve kayıplara odaklanmışlardır. Katılımcıların; kazanç durumunda risk almaktan kaçınan ve kayıp durumunda risk almaya istekli davranış sergilemesinin sonucu olarak değer fonksiyonu (v) sırasıyla konkav ve konveks yapıdadır. Kahneman ve Tversky'nin çalışmaları teorilerini destekler niteliktedir.

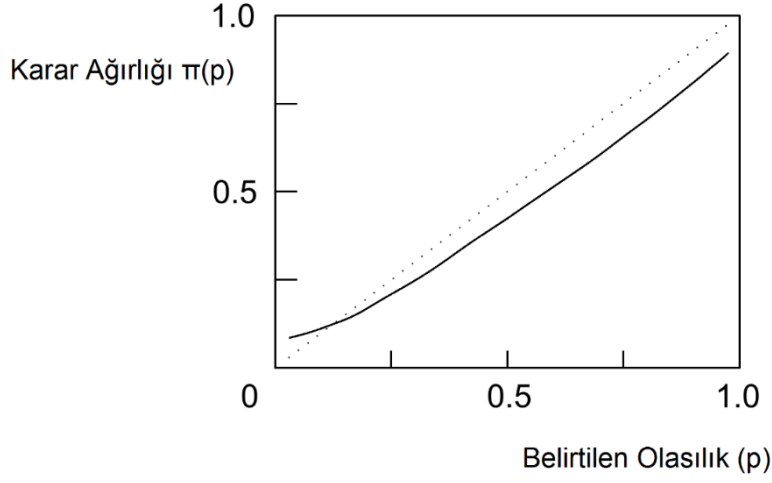
Bu araştırmanın ardından Kahneman ve Tversky, katılımcılara aynı sorunun farklı şekillerde sorulması ile farklı sonuçlar elde edilmesini “*çerçeveleme etkisi (framing effect)*” kavramı ile ifade etmişlerdir. Aynı sorunun farklı tarzlarda sorulmasının katılımcıların alacağı kararlar üzerinde etkisi vardır. Yani aynı sorunun sunulduğu tarzındaki farklılık sonuçlarda da farklılık yaratabilmektedir.

Örneğin kanser hastaları için uygulanacak bir tedavide 10’da 9 ihtimalle hayatta kalacakları; diğerinde ise 10’da 1 ihtimalle ölecekleri söylendiğinde 10’da 9 ihtimalle hayatta kalacakları tedaviyi seçtikleri gözlemlenmiştir (30 Saniyede Ekonomi, 2010: 116). Katılımcılar, iki alternatif arasından seçim yapacakları zaman seçmeyi düşündüklerinde olumlu durumları algılayıp seçmeyi düşünmediklerinde olumsuz durumları algılamaktadırlar (Tomak, 2009: 157). İşte bu durum Beklenen Fayda Teorisinin rasyonel insan kavramı ile çelişmektedir.

1.2.5.1.4. Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu (Probability Weighting Function)

Beklenen Fayda Teorisinde, insanlar karar alma safhasında olasılıklar ile kararları sonucunda elde edecekleri faydayı çarparak, olasılıkların ağırlıklı toplamını bulurlar. Daha sonra buldukları olasılıklar arasından faydalarını maksimum yapacak seçimlerde bulunurlar. Beklenti Teorisinde de buna benzer bir yaklaşım vardır. Beklenti Teorisinde birey, her bir sonucun değerini bir karar ağırlığı [$\pi(p)$] ile çarpar. Fakat burada karar ağırlığı bir olasılık değildir. Karar ağırlığı π ile ifade edilir. Karar ağırlığı fonksiyonu bir getiriye oluşturan olayların arzu edilirliliğe yaptığı etkiyi açıklayan bir kavramdır. Karar ağırlıkları olasılıktan ziyade risk ve belirsizlik içeren durumlardan etkilenmektedir (Döm, 2003: 31; Abaan, 2002: 223).

Şekil 10: Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu



Kaynak: Kahneman and Tversky, 1979: 283.

Karar ağırlıkları fonksiyonunun; uç noktalardaki yönü davranışların tahmin edilmezliğini ifade etmektedir. Karar ağırlıkları fonksiyonu 0 ve 1'e yaklaştıkça yüksek değerler alırlar. Kahneman ve Tversky'ye (1979: 282) göre bireylerin aşırı uç sınırları, yani yüksek derecede olması imkansız olayları veya ekstrem olasılıkları anlama ve değerlendirme yetenekleri sınırlıdır.

Bireyler olması yüksek derecede imkânsız olan olayları ya reddetmekte ya da fazla ağırlık vermektedir. Yani yüksek olasılık ile kesinlik arasındaki fark yok sayılmakta ya da abartılmaktadır. Yatırımcılar yüksek kazanma olasılığı ve düşük kaybetme olasılığında riskten kaçınan bir tavır sergilerken, yüksek kaybetme olasılığı ve düşük kazanma olasılığında ise riski seven-risk almaya istekli bir tutum sergilemektedirler (Döm, 2003: 32).

Ağırlık fonksiyonunun önemli bir özelliği de 0'a yakın küçük bir alan haricindeki tüm aralıklarda eğim 1'den küçüktür. Eğim, karar ağırlığının duyarlılığını sembolize eden bir ölçüttür. Tercihler, 0 ve 1'e yakın bölgeler dışında olasılıktaki değişime daha az duyarlıdır (Barak, 2006: 110).

Değerlendirme safhasında, düzeltme safhasının sonunda düzeltilen alternatifler arasından maksimum değerde olan seçilmektedir. V beklentinin toplam değerini, π karar ağırlığını, v ise getirinin algılanan değerini ifade eden sembollerdir.

Beklenti Teorisinde birey, her bir sonucun değerini (tercihlerinin değerini) bir karar ağırlığı [$\pi(p)$] ile çarpar. Beklenen Fayda Teorisindeki p ve q gibi objektif olasılıklardan oluşmaz. Beklenti Teorisindeki karar ağırlığı, yani ' π ', Beklenen Fayda Teorisindeki objektif olasılık olan p ve q'yu bireylerin algılamalarına göre dönüştüren bir fonksiyondur (Bostancı, 2003: 157).

1.2.5.2. Hayal Kırıklığından Kaçınma Teorisi

Bireyler yaşamları boyunca alternatifler arasından seçim yapma durumunda kalmışlardır ve yaptıkları seçimlerin sonucunda da bir takım beklenti içine girmişlerdir. Alternatifler arasından yaptıkları seçimin sonucu istedikleri gibi, yani beklentilerindeki gibi gerçekleşmediği zaman ise hayal kırıklığı yaşamaktadırlar. Bireyler belirsizlik altında karar verip bu kararlarının sonucunda beklentiye girerler. Bu beklentileri ile kararlarının sonucu uyuşmadığında hayal kırıklığı yaşarlar. Bu psikolojik bir reaksiyondur. Karar sonucu ile beklenti arasındaki fark arttıkça bu reaksiyon da artmaktadır. Karar sonucu, bireyin beklentisinin altında ise bir hayal kırıklığı yaşar, fakat beklentisinin üzerinde ise bir haz, mutluluk yaşar (Loomes ve Sugden, 1986: 271).

1985 yılında David E Bell ve 1986 yılında ise Graham Loomes ve Robert Sugden tarafından yapılan çalışmalarda hayal kırıklığının karar verme süreçleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bireyler karar verirken faydalarını maksimize edip, hayal kırıklıklarını minimize etmeye çalışmaktadırlar. Bundan dolayıdır ki, hayal kırıklığından kaçınan bir tavır sergilemektedirler. Bu çalışmada, hayal kırıklığının kararların sonunda sağlanacak fayda üzerinde negatif bir etkisi vardır (Chauveau ve Nalpas, 2010: 19).

Yeni yılda emeklilere eşit oranda bir ikramiye ödemesi yapılacağı duyurulmuştur. Buradaki bütün bireylerin ikramiye tutarları ile ilgili farklı beklentileri vardır. İkramiye tutarı, bireyin beklentisinin altındaysa hayal kırıklığı yaşayacaktır, ancak beklentisinin üzerindeyse mutlu olacaktır. Verilen ikramiye tutarı ile kendi beklentileri arasındaki fark açıldıkça hayal kırıklıkları da daha çok olacaktır.

1.2.5.3. Pişmanlık Teorisi

Ertan'a (2007: 70) göre pişmanlık, bireylerin alternatifler arasından yaptıkları seçim sonucunda sağladıkları getirinin, reddettiği alternatiflerden birini tercih etmiş olmaları durumunda, sağladıkları getiriden daha az olmasıyla hissettikleri acı ve yapılan tercihin sonucundan memnun olmama durumudur. Pişmanlık Teorisi, Kahneman ve Tversky'nin Beklenti Teorisine alternatif niteliğinde bir teoridir.. Pişmanlık Teorisinde belirsizlik altında karar alma sürecinde, pişmanlığın etkisinin bu sürece dâhil edilmesidir.

Yatırımcılar gelecekte yaşayabilecekleri pişmanlıktan kaçınma eğilimindedirler. Bu davranışları yatırımcıların portföylerini de olumsuz etkilemektedir. Pişmanlık teorisinde yaşanan olumsuzluklardan en önemlisi yatırımcıların değeri düşen hisseleri elde tutma çabasında olup, değeri yükselen kazanan hisseleri ise hemen satma eğiliminde olmalarıdır. Pişmanlık hissi yaşamamak için değeri düşen hisseleri ellerinde tutarlar ve dolayısıyla kayıplarını kabullenmiş olurlar (Shiller, 2001: 1313; Gazel, 2014: 36). Bu durum bireylerin "telafi etme davranışı" ile ilgilidir. Telafi etme davranışı bireylerin kayıplarını kabullenip onlarla barışık olma durumudur.

Gazel'e (2014: 36) göre kazandıran hisseleri satmak kayıp yaşatmaktadır. Çünkü kazanan hisseleri elden çıkarmak o hisselerin gelecekte sağlayacağı getirileri dikkate almamak demektir. Bu davranış da portföy üzerinde uzun süre olumsuz etki yaratmaktadır.

Gollier ve Selonic'e (2006: 4) göre insanlar, alternatifler arasından yaptıkları seçimlerin sonucunda duyacakları pişmanlığı minimum seviyeye indirmeyi hedeflemektedirler. Örneğin; 1000 TL'lik servetinin 500 TL'si ile at yarışı oynayan ve yarışın sonunda iddiaya girdiği atın kazanmasıyla 1500 TL kazanç elde eden bir kişiyi düşünelim. İlk hissedeceği duygu bir seçim sonucunda kazandığı için hoşnutluktur. Fakat kazanan kişi bir müddet sonra, servetinin sadece 500 TL'si ile bu yarışa girdiği için pişmanlık duyacaktır. Çünkü servetinin büyük bir kısmıyla ya da tamamıyla bu yarışa katılmış olsaydı, bu kazancından daha fazla bir getiri elde edecekti. Özellikle bir de iddiaya konu olan at açık ara farkla yarışı kazanmışsa, kişinin duyacağı pişmanlığın derecesi daha da yüksek olacaktır.

Hem Beklenti Teorisi hem de Pişmanlık Teorisi bireylerin servetlerini, portföylerinin getirilerini referans noktası ile değerlendirdiklerini öne sürmektedir. Beklenti Teorisinde referans noktası bireyin servet düzeyi gibi bir noktayken, Pişmanlık Teorisinde ise referans noktası yatırımlar sonuçlandıktan sonra belirlenmektedir. Yani Beklenti Teorisinde yatırımcının servetindeki değişim (geçmiş) baz alınırken, pişmanlık teorisinde yatırımın sonucu (gelecek) baz alınmaktadır. Yatırımcıların belirsizlik halinde, mevcut bilgilerine göre verdikleri karar o an doğru bir karar gibi görünse de, yanlış karar haline gelip, yatırımcıya pişmanlık hissini yaşatabilmektedir. Çünkü fayda fonksiyonları gerçekleşen getiriye, yani verilen kararın sonucuna bağlı olmaktadır (Dodonova, Khoroshilov, 2002: 2).

Hayal kırıklığı ile pişmanlık arasında da farklılık vardır. Hayal kırıklığı; sağlanan getiri ile beklentilerin karşılaştırılması ve olumsuz bir fark olması durumunda yaşanan acıdır. Pişmanlık ise sağlanan getiri ile başka bir alternatifin seçimi yapılmış olsaydı sağlanacak getirinin karşılaştırması ve yine olumsuz bir fark olması durumunda hissedilen duygudur.

1.3. FİNANSAL PİYASALARDAKİ ANOMALİLER VE DAVRANIŞSAL FİNANS MODELLERİ

1.3.1. Finansal Piyasalarda Anomaliler

Anomali kavramı, Thaler ve Russel (1987: 500-501) tarafından “teori ile örtüşmeyen gözlemler veya gerçekleşmiş olaylar” olarak tanımlanmıştır. Özmen’e (1997: 11) göre ampirik bir olguyu teorik olarak açıklamak zor ise yada bu olguyu açıklamak için uygun olmayan varsayımlar yapılması gerekiyorsa, bu durum anomali olarak değerlendirilir. Başka bir ifadeyle anomali, genel kabul görmüş esas ve ilkelerle uyumlu olmayan “olağan dışı” bir davranış şekli, “paradoks”tur.

Normalden sapma anlamına gelen anomali kavramı finans literatürüne davranışsal finans ile dahil olmuştur. Etkin Piyasalar Hipotezinden farklı olan ve onun varsayımları ile çelişen her ampirik bulgu anomali olarak adlandırılmaktadır.

Uluslararası çalışmalarda anomaliler iki temel başlık altında incelenmektedir. Biri takvimsel anomaliler (mevsimsel anomaliler) ve diğeri ise fiyat anomalileri

(pricing anomalies)dir. Takvimsel anomaliler, günlere ilişkin anomaliler, aylara ilişkin anomaliler ve tatil günlerine ilişkin anomalilerdir. Fiyat anomalileri ise piyasadaki etkinlikten sapma durumunu gösteren eksik-yetersiz reaksiyon ve aşırı reaksiyon kaynaklı anomalilerdir (Barak, 2006 :209).

1.3.1.1. Takvimsel Anomaliler

Menkul kıymetlerin belirli bir zaman diliminde, normal zamana göre sürekli pozitif veya negatif getiri sağlamasına, yani belirli bir zaman diliminde normal zamana göre sürekli iyi ya da kötü performans sergilemesine mevsimsel anomali denilmektedir.

EPH'ye göre menkul kıymet getirileri zaman kavramından bağımsızdır. Yani getiri tüm zaman dilimlerinde aynıdır. EPH'ye göre belirli bir zaman dilimindeki verileri kullanarak gelecekteki getirileri tahmin edip piyasa ortalamasının üzerinde bir getiri elde etmek imkânsızdır. Fakat mevsimsel anomalide bunun aksi iddia edilmektedir. Literatürde ampirik çalışmaların sonucunda elde edilen bulgulara bakıldığında, EPH'nin aksine menkul kıymetlerin belirli bir zaman diliminde diğer zamanlara göre sürekli pozitif veya negatif getiri sağladığı görülmüş ve mevsimsel anomalilerin varlığı ispat edilmiştir (Bildik, 2000: 14-15; Özmen, 1997: 12). Mevsimsel anomaliler; günlere ilişkin anomaliler, aylara ilişkin anomaliler ve tatil günlerine ilişkin anomaliler olmak üzere üç alt başlık altında incelenebilmektedir.

1.3.1.1.1. Günlere İlişkin Anomaliler

Haftanın belirli bir gününde veya belirli günlerinde, diğer günlere göre sürekli olarak daha yüksek ya da daha düşük getiri sağlanıp sağlanmadığı günlere ilişkin anomalinin araştırma konusudur. EPH'ye göre haftanın bütün günlerinde getiri dağılımı yani ortalama getirinin aynı olduğu varsayılmaktadır. Ancak, günlere ilişkin anomalide ise gün bazında getiri farklılaşmasının varlığı ispat edilmiştir. Günlük getiri farklılığıyla ilgili ilk çalışmayı 1931 yılında Fields yapmıştır. Fields bu çalışmasında, hafta sonlarının yaratacağı belirsizliğin oluşturduğu riskten etkilenmemek için, yatırımcıların haftanın son işlem günü (cuma) portföylerini boşaltacaklarını ve haliyle

cumartesi günü fiyatların düşeceğini varsaymaktadır. Hafta sonları fiyatların yükselme eğiliminde olduğu ve dolayısıyla getirilerin de arttığı gözlemlenmiştir (Özmen, 1997: 17).

Osborne (1962: 345-379); günlere ilişkin anomali konusunda önemli bir çalışma yapmıştır. Standard & Poors (SP) tarafından hazırlanan endekste Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nin en büyük 500 şirketi bulunmaktadır. Bu endekste ki şirketlerin menkul kıymetleri üzerine bir araştırma yapılarak, pazartesi sağlanan menkul kıymet getirilerinin cuma günü sağlanan menkul kıymet getirilerine oranla daha az olduğu bulgulanmıştır.

1973 yılında Cross; S&P Endeksindeki 1953-1970 yılları arasında bulunan verileri inceleyerek getirilerin pazartesi günleri negatif, cuma günleri ise pozitif olduğunu bulgulanmıştır. Pazartesi getiri ortalamasını -%18, cuma getiri ortalamasını ise %12 bulmuştur. Yani Cross da haftanın günleri anomalisinin varlığını bulgulanmıştır (Barak, 2006: 127).

1980 yılında French; S&P Endeksindeki 1953-1977 yılları arasında bulunan verileri inceleyerek pazartesi getirilerin negatif, diğer günlerin ise özellikle çarşamba ve cuma günlerinin en yüksek olmak üzere pozitif getiri sağladığı sonucuna ulaşmıştır. French ayrıca bu pazartesi negatif getirinin sıradan bir pazartesi mi, yoksa resmi tatillerin akabinde gelen pazartesi günlerinde mi olduğunu araştırmıştır. Tatilin akabinde gelen pazartesi günlerinin sıradan bir pazartesi gününden daha fazla getiri sağladığını bulmuştur. Fakat genel olarak pazartesilerin negatif getiri sağlamasını hafta sonu etkisine dayandırmıştır (aktaran Barak, 2006: 127).

Jaffe ve Westerfield (1985: 433); Japonya, Kanada, Avusturalya ve İngiltere borsalarında haftanın günleri anomalisini incelemişlerdir. İngiltere ve Kanada'da pazartesi günleri en düşük getiriler olurken, Avusturalya ve Japonya borsalarında en düşük getiriler salı günleri gerçekleşmiştir.

1987 yılında Kolb ve Rodrigez; cuma günlerinin haftanın diğer günlerine oranla daha fazla getiri sağlamasından hareketle, ayın 13'üne tekabül eden cuma günlerinin de aynı getiriyi sağlayıp sağlamadığını araştırmıştır. Ayın 13'ü bazı toplumlarda uğursuz gün olarak sayılmaktadır. Ayın 13'üne tekabül eden cuma günlerinin diğer cuma günlerine göre istatistiksel olarak anlamlı sayılabilecek derecede daha düşük negatif getiri sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

1988 yılında Lakonishok ve Smidt; Dow Jones Sanayi Endeksindeki 1897-1986 yılları arasında geçen 90 yıllık dönemle ilgili getiri durumlarını incelemişlerdir. Haftanın ilk işlem günü olan pazartesi günlerinin negatif getiri sağladığı, fakat haftanın son işlem günü olan cuma ve cumartesi günlerinin (1897'den 1952'ye kadar haftanın son günü cumartesi günüydü) ise pozitif getiri sağladığı sonucuna ulaşmışlardır.

Türkiye'de de haftanın günü anomalisine yönelik çalışmalar yapılmıştır. 1995 yılında Balaban, İMKB'de (yeni adıyla BİST) işlem gören menkul kıymetler üzerine yaptığı çalışmada, cuma günleri, haftanın diğer günlerine nazaran daha fazla getiri sağlandığı sonucuna varmıştır (Balaban, 1995: 32).

1997 yılında Özmen, İMKB'de işlem gören menkul kıymetler üzerine yaptığı çalışmada, cuma günleri en yüksek getirinin elde edildiği sonucuna varmıştır (Özmen, 1997: 22).

2008 yılında Atakan İMKB 100 endeksinde bir çalışma yapmıştır. Cuma günleri en yüksek getirinin, pazartesi günleri en düşük getirinin sağlandığı sonucuna varmıştır (Atakan, 2008: 109).

Bu çalışmaların yanı sıra İMKB'de günlere ilişkin anomalilerin varlığını araştırmaya yönelik başka çalışmalar da vardır. 2000 yılında Bildik, 2001 yılında Demirer ve Karan, 2001 yılında Karan ve Uygur, günlere ilişkin anomalileri saptamak için çalışmalar yapmışlar ve pazartesi ve salı günlerinde negatif getirilerin sağlandığı, cuma günlerinde en fazla getirinin sağlandığı sonucuna ulaşmışlardır. İMKB'de günlere ilişkin anomali durumu söz konusudur.

Yapılan çalışmalara bakıldığında, hisse senetleri fiyatlarının sistematik biçimde, pazartesi günlerinde bir önceki günlere nazaran düştüğü, cuma günlerinde bir önceki güne nazaran istatistiksel olarak anlamlı ölçüde yükseldiği görülmüştür. Ortalama getiriler haftanın ilk günü en düşük seviyededir fakat haftanın son işlem gününde en yüksek seviyelerde olmaktadır.

Gün içi anomalisi, finansal varlıkların günün belli bir saatinde aynı gün içindeki başka bir zaman dilimine göre daha yüksek veya daha düşük getiriler sağlaması durumudur. Finansal varlıkların gün içindeki eğilimleri tespit edilebilmektedir (Böyükaslan, 2012: 36).

Finans literatürüne bakıldığında gün içi anomalilere ilişkin çalışmaların yapıldığı da görülmektedir. 2008 yılında Chang, Chen, Chou ve Lin; New York Stock

Exchange (NYSE)'de gün içi anomalisinin var olup olmadığını araştırmışlar, 1994-2004 yılları arasındaki dönemde yatırımcıların seansın ilk 15 dakikalık kısmında negatif getiri elde ettikleri sonucuna ulaşmışlardır.

Özmen (1997) İMKB'de işlem gören hisse senetlerine ilişkin bir çalışma yapmıştır. Gün içi anomalisinin pazartesi gününün ikinci seansında oluştuğunu, bu pazartesi gününün ikinci seansında negatif getiriler oluştuğunu ortaya koymuştur.

1.3.1.1.2. Aylara İlişkin Anomaliler

Aylara ilişkin anomaliler kapsamında, menkul kıymetlerin yıl içindeki herhangi bir ayda diğer aylara göre daha fazla getiri sağlayıp sağlamadığını ve farklı bir özellik gösterip göstermediği incelenmektedir. Menkul kıymet getirilerinin yılın herhangi bir ayında diğer aylara göre farklılık sergilemesi aylara ilişkin anomali olarak adlandırılır. Literatürde de Ocak ayı anomalisi ilgili çalışmalar geniş yer tutmaktadır. Bu anomalinin yanı sıra ay içi anomalisi ve ay dönümü anomalisi aylara ilişkin anomali içerisinde incelenen diğer anomalilerdir.

Ocak ayı anomalisi menkul kıymetlerin ocak aylarında, diğer aylardan daha fazla getiri sağlamasını açıklamaya yönelik bir anomalidir. Literatürdeki çalışmalar incelendiğinde, ocak ayında menkul kıymet getirilerinin epey yükseldiği görülmektedir.

1942 yılında Watchel, ABD'de yaptığı çalışmasında ocak ayında hisse senedi getirilerinin daha yüksek olduğu ve bu sonucun piyasa değeri düşük olan hisse senetlerinde daha fazla olduğu sonucuna ulaşmıştır (Watchel, 1942: 191-193).

Rozeff ve Kinney (1976); New York Borsası'nda 1904-1974 yılları arasında 70 yıllık dönemi içeren çalışmasında ocak ayındaki getirilerin diğer aylardaki getirilerden daha fazla olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ocak ayında ortalama getiri %3,48, diğer ayların ortalama getirisi %0,42'dir. Yıllık gelirin yaklaşık olarak üçte ikisinin ocak ayında elde edildiği sonucuna varmışlardır.

Dyl (1977); ocak ayındaki getirilerin yılın diğer aylarına göre daha fazla olduğu sonucuna ulaşarak, ocak ayı anomalisinin var olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu anomalinin varlığını vergi etkisine bağlayarak, özellikle küçük firmalarda daha fazla

karşılaştığını öne sürmüştür. Banz'da 1981 yılında yaptığı çalışmasıyla anomaliyi destekler nitelikte sonuçlar bulmuştur.

Corhay, Hawawini ve Michel (1987); Brüksel, Londra, New York ve Paris borsalarını incelemişler ve en yüksek getirinin ocak ayında gerçekleştiği sonucuna ulaşmışlardır.

Ho (1990); Avustralya, Hong Kong, İngiltere, ABD, Japonya, Kore, Filipinler, Malezya, Yeni Zelanda, Singapur, Tayvan, Tayland borsalarına ait 1975 ve 1987 dönemleri arasındaki günlük getirileri kullanarak bu borsalarda aylara ilişkin anomalinin olup olmadığını araştırmışlardır. İngiltere, Singapur, Tayvan ve Malezya'da test edilen dönem aralığında ocak aylarındaki getirilerin diğer aylara nazaran daha fazla olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Agrawal ve Tandon (1994); 18 ülkeyi kapsayan bir çalışma yapmışlardır. Bu ülkelerden 14'ünde önemli ölçüde ocak ayı anomalisinin varlığını tespit etmişlerdir. En düşük getirinin ise 15 ülkede eylül ayında gerçekleştiği saptanmıştır.

Balaban ve Bulu (1995); İMKB'de Ocak 1988 ve Aralık 1993 dönemlerine ait yaptığı çalışmada ocak, haziran ve eylül aylarında diğer aylara göre daha yüksek getiri elde edildiğini saptamışlardır.

Özmen (1997); 1988-1996 yılları arasındaki verilerle yaptığı incelemede en yüksek getirinin ocak aylarında, en düşük getirinin ise ekim aylarında gerçekleştiğini saptamıştır.

Kıyılar ve Karakaş (2005), 1988-2003 yılları arasındaki Ulusal 100 Endeksi üzerine yaptıkları çalışmalarda en yüksek getirinin ocak ayında, ikinci olarak da Aralık ayında gerçekleştiğini tespit etmişlerdir.

Atakan (2008), 1988-2003 yılları arasında İMKB 100 endeksi kapanış fiyatlarını değerlendirmeye tabi tutarak, getiri bazında ocak ayında diğer aylara nazaran istatistiksel olarak anlamlı sayılabilecek düzeyde bir farklılık saptayamamıştır.

Erdoğan ve Elmas (2010); bireysel yatırımcıların anomali hakkındaki düşüncelerini araştırmak amacıyla İstanbul, İzmir, Ankara, Antalya, Bursa ve Erzurum'daki 410 hisse senedi yatırımcısına bir anket çalışması düzenlemişlerdir. 410 kişilik örneklem grubunun anketlerinden elde edilen bulgulara göre, etkin piyasalar hipotezinin ortalamadan yüksek getiri elde etmenin imkânsız olduğu varsayımının

aksine, bu yatırımcıların %60,7'sinin ocak aylarında diğer aylara nazaran daha fazla getiri sağlanacağı görüşünde olduklarını tespit etmişlerdir.

Ege, Topaloğlu ve Coşkun (2012); İMKB 30 ve İMKB 50 endekslerinin 2001-2011 dönemine ait aylık kapanış fiyat verilerini kullanarak ocak ayı anomalisinin olup olmadığını test etmişlerdir. Ele aldıkları endekslerde incelenen dönem aralığında ocak ayı etkisini tespit etmişlerdir.

Aytekin ve Sakarya (2014); 1999-2013 arasındaki 15 yıllık dönemde Borsa İstanbul (BIST)'da işlem gören 10 ayrı endekste ocak ayı anomalisinin olup olmadığını araştırmışlardır. Ele aldıkları endeksler ve dönemler itibarıyla BIST'de ocak ayı anomalisinin varlığını bulgulamışlardır.

Yiğiter ve Ilgın (2015), BIST 100 endeksinde 2008-2014 dönemlerinde ocak ayı anomalisinin varlığını ispat etmişlerdir. Ele alınan endeks ve dönemler açısından incelendiğinde, ele alınan 7 yılın 5 yılında (2009, 2010, 2011, 2012 ve 2013) ocak ayı anomalisinin varlığı, diğer 2 yılında ise (2008 ve 2014) ocak ayı anomalisinin görülmediği tespit edilmiştir (Yiğiter ve Ilgın, 2015: 185).

Ocak ayı anomalisinde, yatırımcıların vergiden kaçınmak için aralık ayında (yıl sonunda) finansal varlıklarını sattıkları ve ocak ayında (yıl başında) tekrar satın aldıkları düşünülerek, ocak ayında getirilerin yılın diğer aylarına göre daha fazla olduğu bazı araştırmalarda saptanmıştır. Ayrıca yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kolektif Yatırım Kuruluşları olarak ifade edilen yatırımcıların yılsonunda bilançolarındaki olumsuz görünen durumları yok etmek için kötü performans gösteren payları portföylerinden çıkarmaları da ocak ayı anomalisinin muhtemel nedenlerinden biri sayılmaktadır (Karan, 2004: 289; Alrabadi ve AL-Qudah, 2012: 121). Ayrıca, ocak ayı genellikle finansal stratejik planlamaların başladığı, kamusal alanda ücret zamlarının yapıldığı, yıllık ikramiyelerin ödendiği yani piyasalarda canlılığın ve hareketliliğin olduğu bir ay olması neticesinde her türlü parasal parametrelerde artışın gözlemlendiği bir ay olarak kabul edilmiştir (Özmen, 1997: 124).

Ocak ayı anomalisinin yanı sıra ay içi anomalisi, ay dönümü anomalisi ve aylara ilişkin bu anomali içerisinde incelenen diğer anomalilerdir. Ay içi anomalisinde, herhangi bir ayın ilk dönemi birinci 15 gün, ikinci dönemi ise diğer 15 gün olarak bölünmüştür. Ay içi anomalisinde ayın ilk 15 günü ile ikinci 15 günü

arasında getiri bazında anlamlı bir farkın olduğu ileri sürülmektedir. Yani menkul kıymetlerin ayın ilk yarısında veya ikinci yarısında; diğer yarısına göre farklı getiriler sağlaması, ay içi anomalisi olarak tanımlanmaktadır. Getiriler ayın ilk yarısında, ikinci yarısına göre yüksek oranda pozitif olmakta, ayın ikinci yarısında azalmaktadır. Literatürde bu anomali ile ilgili bir çok çalışma mevcuttur.

Ay içi ve sonuna ilişkin ilk çalışma Ariel (1987) tarafından yapılmıştır. Ariel, New York Borsası'nda, 1963-1981 yılları arasında her ayın ilk 9 günü ile son 9 günü ortalama getirileri kıyaslamıştır. Ayın ilk 9 günündeki ortalama getirilerin, ikinci 9 günündeki ortalama getirilerden daha fazla olduğunu tespit etmiştir.

Jaffe ve Westerfield (1989); beş ayrı ülkede ay içi anomalisini test etmiştir. Sonuç olarak İngiltere, ABD, Avustralya ve Kanada'da ayın ilk yarısındaki getiriler ikinci yarısındaki getirilerine nazaran daha yüksek çıkmıştır. Japonya da ise ikinci yarı getirileri ilk yarı getirilerinden daha yüksek çıkmıştır.

Barone (1990); 1975-1989 yılları arasında Milano Borsası'nda ay içi anomalisinin var olup olmadığını test etmiştir. Bu süre aralığında Milano Borsası'nda ilk yarı getirileri ikinci yarı getirilerine göre daha düşük olmuştur.

Mills ve Coutss (1995); İngiltere Londra Borsası'nda Ocak 1986-Ekim 1992 dönemlerine ilişkin yaptıkları çalışmalarında ay içi anomalisinin varlığını tespit etmişlerdir.

Bildik (2000); İMKB'de 1988-1998 aralığındaki dönemde ay içi anomalisinin var olduğunu tespit etmiştir.

Ay dönümü anomalisi, yılın herhangi bir ayında ay sonuyla ayın başlangıcında birkaç günün diğer günlere kıyasla daha yüksek getiri sağlamasıdır. Literatürde yapılmış çalışmalar incelendiğinde, ay sonlarına denk gelen 1-4 gün ile aybaşlarına gelen 1-4 gün hisse senetlerinin daha yüksek getiriler sağladığı görülmektedir (Barak, 2006: 142).

Lakonishok ve Smith (1988); Dow Jones Sanayi Endeksinin 90 yıllık günlük verileriyle bir çalışma yapmış ve sonucunda ayların ilk ve son 4 gününde diğer zamanlara oranla daha yüksek getiriler elde edildiğini tespit etmişlerdir.

Lauterbach ve Ungar (1992); Tel Aviv Borsası'nda 1977-1990 yılları arasındaki verilerle yaptığı çalışmada ayın ilk ve son günlerindeki getirilerle diğer zamanları karşılaştırmışlar ve ay dönümü anomalisinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Yine 2000 yılında Bildik'in İMKB'de 1988-1998 yılları arasındaki verileri kullanarak yaptığı çalışmada ay dönümü anomalisinin var olduğu tespit edilmiştir.

2003 yılında Kunkel, 1988 ve 2000 yılları arasında 19 ülke için ay dönümü anomalisinin var olup olmadığını araştırmıştır (Avusturya, Belçika, Danimarka, Fransa, Almanya, Hollanda, İsviçre, İngiltere, Avustralya, Hong Kong, Japonya, Malezya, Yeni Zelanda, Singapur, Kanada, ABD, Brezilya, Meksika ve Güney Afrika). Brezilya, Hong Kong ve Malezya hariç diğer ülkelerde ay dönümü anomalisinin varlığını saptamıştır.

1.3.1.1.3. Tatil Günlerine İlişkin Anomali

Tatil anomalisi, menkul kıymet fiyatlarında tatil günlerinden hemen önceki ve sonraki günlerde oluşan istatistiksel olarak anlamlı hareketlerdir. Bu tatil günleri; hafta sonu, dini ve resmi bayramlar gibi tatil günlerini içermektedir. Borsanın olağanüstü bir durum neticesinde kapalı olması tatil günlerinden sayılmamaktadır (Kıyılar ve Karakaş, 2005: 20).

Lakonishok ve Smidt (1988); Dow Jones Endeksinin 90 yıllık verileri üzerine çalışmış ve tatil öncesi getirilerin 23 kat daha fazla olduğunu tespit etmişlerdir.

Ariel (1990); ABD hisse senedi piyasasında 1963-1982 aralığındaki dönemde tatil anomalisinin var olup olmadığını inceleyen bir çalışma yapmıştır. Çoğunluğunda tatil öncesi getirilerin tatil olmayan günlerdeki getirilere oranla çok fazla yükseldiğini ve genellikle bu getirilerin tatilden hemen bir gün önceki seansta gerçekleştiğini hatta son bir saatte maksimum seviyelere yükseldiğini tespit etmiştir.

Arsad ve Coutts (1997); 1935-1994 yılları arasındaki bu 60 yıllık dönemde tatil öncesi getirilerin tatil olmayan günlerdeki getirilerden 5 ila 9 kat fazla olduğunu tespit etmişlerdir.

Tatil anomalisinin uluslararası geçerliliğini test etmek için Agrawol ve Tandon'un 18 ülke üzerine yaptıkları çalışmada 18 ülkenin 10'unda tatil anomalisinin var olduğunu tespit etmişlerdir (Agrawol ve Tandon, 1994).

Türkiye'de ise Erbil (1993), Karan (1994), Balaban ve Candemir (1995) yaptıkları çalışmalarda İMKB'de tatil anomalilerinin var olduğu tespit edilmiştir. Yani tatil öncesi hisse senedi getirileri tatil olmayan günlerin getirilerine nazaran daha

yüksektir (Özmen, 1997: 110). Bildik (2000); 10 yıllık bir veri üzerinde inceleme yaparak tatil öncesi günlerde hisse senedi getirilerinin ve işlem hacminin iğır işlem günlerindeki getiri ve işlem hacminden daha yüksek olduğunu tespit etmiştir.

Ozan (2013); İMKB üzerine bir araştırma yapmıştır. Literatürde tatil etkisi olarak tanımlanan bu anomalinin var olup olmadığını tespit etmek için 1994-2013 aralığındaki dönemde piyasaların kapalı olduğu resmi ve dini tatillerin öncesi ve sonrasındaki günlere ilişkin getiriler incelenmiştir. Literatürle uyumlu olarak İMKB’de tatil etkisinin varlığı tespit edilmiştir. Yapılan araştırmaların büyük çoğunluğunda tatil öncesi anomalisini destekler nitelikte sonuçlar elde edilmiştir.

1.3.1.2. Fiyat Anomalileri (Pricing Anomalies)

Fiyat anomalileri piyasa etkinliğinden sapma olarak bilinen bir diğır anomali türüdür. Fiyat anomalileri; eksik ya da yetersiz reaksiyondan ve aşırı tepki reaksiyonundan kaynaklanan anomalilerdir.

Eksik-yetersiz reaksiyon anomalisi yatırımcıların menkul kıymet fiyatları ile ilgili birtakım bilgi ya da haberlere, 1-12 aylık dönemde, yetersiz ilgi göstermeleri durumudur. Bu durumda, yeni haberler, fiyatlara yavaş etki ederek olumlu bir ilişki (otokorelasyon) oluşturmaktadırlar (Barberis ve diğırleri, 2005: 423).

Aşırı tepki reaksiyon anomalisi, menkul kıymet fiyatları, 3 ila 5 yıl gibi bir dönemde, aynı doğrultudaki haberlere tutarlı bir biçimde aşırı ilgi göstermekte ve bu da aşırı tepkiye yol açmaktadır. Aşırı tepki uzun vadede, hakkında iyi haberler olan senetlerin, değerinden fazla fiyata yükselmesine, akabinde gelen yıllarda ortalama kârın azalmasına sebep olmaktadır (Barberis ve diğırleri, 2005: 423).

Eksik-yetersiz reaksiyon ve aşırı reaksiyon durumları, EPH ile çelişmektedir. Bu hipoteze göre yatırımcılar ekstra bir getiri elde edemezlerdi. Fakat yatırımcılar aşırı tepki ve eksik-yetersiz tepkilerin avantajını kullanarak yüksek getiriler sağlayabilirler (Barberis ve diğırleri, 1998: 308). Ayrıca Etkin Piyasalar Hipotezinin savunduğı yatırımcıların daima yeni bilgiye anında tepki verebilmesidir. Fakat yatırımcılar yeni bilgiye anında tepki verememektedirler. Örneğın, bazen kaybeden hisselerini satarak veya kazanan hisseleri alarak aşırı reaksiyon gösterebilmektedirler. Bazen tersi de söz konusu olabilmektedir. Yani düşük reaksiyon da gösterebilmektedirler. Bu reaksiyon

durumlarında hisse senetleri olması gereken değerden sapmalar göstermektedir. Bu da tercihlerin yön değiştirmesi olarak ifade edilmektedir. Değeri hızla düşen hisse senetleri yükselme eğiliminde, hızla yükselen hisse senetleri ise aşağı düşme eğilimindedir. Yatırımcılar kazananları elden çıkararak ve kaybedenleri alarak yüksek getiriler elde edebilirler (Döm, 2003: 119-120).

Güngör (2003: 119) zayıf reaksiyonun oluşmasında psikolojik faktörleri göz önünde bulundurarak, insanların çok iyi veya kötü haberlere gerekenden fazla veya zayıf tepkiler verdiklerini söyleyerek, bu durumun insanları doğru karar verme pozisyonundan saptırabileceğini ifade etmektedir.

1.3.2.1. Eksik-Yetersiz Reaksiyon

Eksik-yetersiz reaksiyon, yatırımcıların hisse senetleri fiyatlarına ilişkin bilgi ve haberlere, 1-12 aylık dönem aralığında yeteri kadar ilgi göstermemesi demektir. Chopra ve diğerleri (1992), eksik-yetersiz reaksiyonu, yatırımcıların yeni bilgilere ve haberlere geç tepki vermesi şeklinde açıklamışlardır. Yatırımcıların yeni bilgilere ve haberlere geç tepki vermesi, geçmişte kazanan hisse senetlerinin gelecekte de kazanmasına, geçmişte kaybeden hisse senetlerinin gelecekte de kaybetmesine sebep olmaktadır. Böylece kazanan hisselerin alınıp kaybeden hisselerin satılmasıyla kısa dönem de olsa yüksek getiri elde edilebilmektedir (aktaran Durukan, 2004: 137).

Barberis, Shleifer ve Vishny (1998)'nin "Temsili Yatırımcı Modeli"ne göre eksik-yetersiz reaksiyona "muhafazakârlık" neden olmaktadır. Muhafazakârlık "yatırımcıların yeni bulgu ve bilgilerle karşılaştığı zaman eski inanç ve tutumlarını değiştirmekteki dirençleri"dir (Barberis ve diğerleri, 1998: 309).

Eksik-yetersiz reaksiyon ile ilgili ilk çalışmayı dünya borsalarına yönelik olarak; Ball ve Brown (1968) yapmıştır. 1957-1966 yılları arasında 261 ABD hisse senedi verileri ile yaptıkları çalışmada, bu hisse senedi sahiplerinin 12 ay önceden başlayarak kazanç açıklamalarına tepki verdiklerini, bu tepkinin açıklamanın gelmesini takiben yaklaşık olarak bir ay sürdüğünü tespit etmişlerdir (Ball ve Brown, 1968: 159-178).

Bernard ve Thomas, 1989'da NYSE ve AMEX borsalarında 12 yıllık hisse senedi verileri ile yaptıkları çalışmada eksik-yetersiz reaksiyonun var olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Abarbanell ve Bernard'ın 1992 yılında 12 yıllık 178 firmaya ait hisse senedi verileri ile yaptıkları çalışmalarında; hisse senedi fiyatlarının kâr açıklamalarına geç reaksiyon gösterdiklerini tespit etmişlerdir. Bu gecikmeli tepki verme eksik-yetersiz reaksiyonun varlığını göstermektedir. Ancak, burada eksik-yetersiz reaksiyonun nedeni olarak işlem maliyetlerinin hızlı yatırım yapmayı engellediği ve yatırımcıların yalnızca şirket haberlerini değil analistlerin raporlarını da dikkate aldıkları görülmüştür (Abarbanell ve Bernard, 1992: 1181-1207).

Jegadesh ve Titman, 1995 yılında hisse senetlerinin getirilerinde 6 aylık pozitif otokorelasyon olduğunu tespit etmişlerdir. Kazandıran hisse senetlerinin 6-12 aylık dönemde kazandırmaya devam ettiği gözlemlenirken, kaybettiren hisse senetlerinin ise kaybettirmeye devam ettikleri gözlemlenmiştir. Dolayısıyla hisse senetlerine anında tepki verilmediği, aksine bir zamana yayıldığı; yani eksik-yetersiz tepki verildiği saptanmıştır (aktaran Ergün, 2009: 33-34).

Constantina ve diğerleri (2003); İngiltere Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 500 firmanın Ocak 1990-Aralık 1995 yıllarına ilişkin verileriyle yaptıkları çalışmalarında hisse senetleri ile ilgili yapılan kâr bildirimlerinin düşük reaksiyon anomalisine neden olduğu saptanmıştır. Kârlarda azalma olduğu dönemlerde analistlerin yaptıkları yorumların da benzer reaksiyona sebep olduğu tespit edilmiştir (aktaran Yaşar, 2008: 140).

Ülkü, 2001'de İMKB'de Ekim 1999-Eylül 2000 dönemleri arasındaki verileri kullanarak yaptığı çalışmada; 1 ve 2 haftalık otokorelasyonun anlamsız olduğunu, 3, 4 ve 6 haftalık otokorelasyonun anlamlı derecede pozitif olduğunu gözlemlemiştir. İMKB'de yabancı yatırımcılar tarafından en yoğun alımın 1999 yılı Kasım ayında yapıldığını, fakat endeksin en büyük çıkışının bilginin kamuya paylaşılmasından sonra, yani 1999 Aralık ayında olduğunu tespit etmiştir. Sonuç olarak piyasa bilgilere eksik-yetersiz tepki göstermektedir (Ülkü, 2001: 106-130).

Barak, 2005 yılında İMKB'de eksik-yetersiz tepki anomalisinin varlığını test etmiştir. Sonuç olarak İMKB'de eksik-yetersiz reaksiyon anomalilerinden yararlanılarak ortalamanın üzerinde getiri elde edilebileceğini bulmuştur.

1.3.1.2.2. Aşırı Reaksiyon

De Bondt ve Thaler (1985); 1933-1980 aralığındaki verileri kullanarak NYSE'nin etkinliğini ölçmek amacıyla yaptıkları çalışmada piyasa etkinliğini bozan anomali türü saptamışlar ve bunu aşırı tepki anomalisi olarak ifade etmişlerdir. Aşırı reaksiyon anomalisi, yatırımcıların hisse senetlerini değerlendirirken, bu hisse senetleri hakkında gelen iyi ya da kötü haberlere (özellikle temettüye ilişkin haberlere) aşırı tepki (olması gerekenden çok ya da az değer) vermeleridir. Bu tepki 3 ila 5 yıl gibi bir zaman aralığında düzeltilebilmektedir.

Yatırımcıların aşırı tepki göstermesiyle fiyatlar temel değerinden ya çok yükselmekte ya da çok düşmektedir. Bu aşırı tepkiyle çok yükselen ya da çok düşen fiyatlar sonraki dönemlerde ters yönlü hareket etmektedirler. Geçmişte değer kaybeden (değeri artan) hisse senetlerinin fiyatı sonradan artacak (azalacak) ve getirileri de yükselecektir (düşecektir) (Durukan, 2004: 137).

De Bondt ve Thaler, 1985 yılında Ocak 1926-Aralık 1982 arasındaki dönemler için yaptıkları çalışmalarında 3-5 yıllık portföy oluşturma döneminde portföylerini "kazandıranlar portföyü" ve "kaybettirenler portföyü" olarak sınıflandırmışlar ve önceden kaybettiren senetlerin daha sonra piyasaya göre en yüksek getiriye sağladıklarını tespit etmişlerdir. Dolayısıyla önceden kazandıran senetlerin de sonradan düşük performans göstererek kaybettirdiklerini saptamışlardır. Sonuç olarak, önceden aşırı düşük değerlendirilmiş hisse senetlerinin sonra %25 daha fazla kazandırdığı ortaya çıkmıştır (De Bondt ve Thaler, 1985: 793-805).

Aşırı reaksiyon anomalisi konusunda ikinci önemli çalışmayı 1987 yılında yine De Bondt ve Thaler yapmışlardır. Sonuç olarak yatırımcıların uzun dönemde aşırı reaksiyon gösterdiklerini belirtmişlerdir. De Bondt ve Thaler (1985, 1987), yatırımcıların çok iyi ya da çok kötü haberlere (özellikle temettü ile ilgili) aşırı tepki verdiklerini ve bu aşırı tepkiyi de 3 ila 5 yıl gibi bir sürede düzelttiklerini tespit etmişlerdir.

Gunaratne ve Yonesawa, 1997 yılında 35 yıllık verileri içeren bir dönem için Tokyo borsasında aşırı reaksiyonun olup olmadığını test etmek için bu çalışmayı yapmışlardır. Dört yıllık takip dönemleri belirlemişler ve bu dönemde kaybettiren senetlerin aynı dönemde kazandıran senetlere göre %54 daha yüksek getiri sağladığını

bulmuşlardır (Gunaratne ve Yonesawa, 1997: 363-384). Japonya Borsası'nda da aşırı reaksiyon anomalisinin varlığı tespit edilmiştir.

Yerli literatüre bakıldığında ise 2001 yılında Ülkü, 1989-1991 yılları arasında İMKB 100 Endeksi üzerine yaptığı çalışmada 11 yıllık bir sürede aylık getirileri kullanarak yaptığı çalışmanın sonucunda İMKB'de aşırı reaksiyon anomalisinin varlığını saptamıştır (aktaran Barak, 2006: 164).

Durukan, 2004 yılında, 1988-2003 aralığındaki verilerle İMKB'de yaptığı çalışmada aşırı reaksiyonun varlığına ulaşmıştır. Ayrıca Durukan, yatırımcıların kötü haberlere iyi haberlerden daha fazla reaksiyon gösterdiklerini ve bu reaksiyonun kaybetme korkusuyla ilişkili olduğunu belirtmiştir (Durukan, 2004: 137-142).

Barak ve Demirelli, 2005'de 1992-2004 yılları arasında düzenli ve analize sorun teşkil etmeyecek verilere sahip 80 işletmenin 12 yıllık verilerini kullanarak İMKB'de aşırı reaksiyon anomalisini ölçmek için bu çalışmayı yapmışlardır. 3 ve 5 yıllık dönemlerde kazandıran- kaybettiren portföy oluşturmuşlar ve takip eden 3. ve 5. yıldaki getiri performanslarını takip etmişlerdir. Sonuç olarak İMKB'de aşırı tepki anomalisinin olduğunu saptamışlardır (Erdoğan ve Elmas, 2010: 9). Ayrıca, Barak ve Demirelli; etkin piyasalar hipotezindeki ortalamanın üzerinde getiri elde edilememesi savının aksine, İMKB'de eksik-yetersiz reaksiyon ile aşırı reaksiyondan faydalanılarak ortalamanın üzerinde getiri elde edilebileceğini savunmuşlardır. Çalışmalarında, yatırımcıların psikolojik yargılarının eksik-yetersiz reaksiyon ve aşırı reaksiyon gibi fiyat anomalilerine neden olduğunu tespit etmişlerdir (Barak ve Demireli, 2006: 2-36).

Yücel ve Taşkın, 2007 yılında, Aralık 1991-Aralık 2005 yılları arasında İMKB'de aşırı reaksiyon anomalisini test etmişlerdir. Bu dönemlerde aşırı reaksiyon anomalisini destekler nitelikte fiyat dönüşümlerinin varlığını ispat etmişlerdir (aktaran Ergün, 2009: 43).

Gürkan, (2009); EPH'ye ve bu hipoteze yöneltilen eleştirileri ele aldıktan sonra, İMKB'de aşırı reaksiyon anomalisini araştırmış ve özellikle de uzun dönemde aşırı reaksiyonun varlığını tespit etmiştir.

1.3.2. Davranışsal Finans Modelleri

Piyasalarda yaşanan anomalilerin ve fiyat hareketlerinin nedenlerinin Geleneksel Finans Teorileri ile açıklanamaması ile birlikte Davranışsal Finans Modelleri ortaya atılmıştır. Bu modeller, insanların rasyonel davranmadıkları ve piyasanın tam etkin olmadığı varsayımlarından hareket ederek piyasada oluşan fiyat anomalilerini (eksik-yetersiz reaksiyon ve aşırı reaksiyon) açıklamaktadır.

Davranışsal finans modelleri, yatırımcı davranışlarını sadece piyasa koşullarını dikkate alarak değil aynı zamanda insan psikolojisini de dikkate alarak açıklamaya çalışmaktadır. Hong ve Stein (1999 :1-2), insan psikolojisini dikkate alan finans modellerinin taşıması gereken kriterleri ifade etmişlerdir. Bu kriterler:

- a) Davranışsal Finans Modellerinde, yatırımcı davranışlarına ait varsayımlar ampirik bulgularla desteklenmiş olmalıdır.
- b) Mevcut anomali bulgularını, tek bir model içinde birleştirmiş ve dağınık olmayan bir şekilde ortaya koymalıdır.
- c) Mevcut örneklem grubu dışında da test edilebilecek ve doğrulanacak ek öngörülerde bulunabilmelidir.

Davranışsal Finans Modelleri, EPH'nin geçerli olmadığını savunmaktadır. Bu piyasa etkinliğinden sapmanın tipik örneği ise aşırı reaksiyon ve eksik-yetersiz reaksiyondur (Ülkü, 2001: 101-102). Davranışsal finans üç model üzerine odaklanmaktadır. Literatürde yaygın olarak kullanılan bu modeller şu şekilde tasnif edilir:

- 1) Barberis, Shleifer ve Vishny (1998)'in, psikolojik bulgular üzerine kurulu "temsili yatırımcı-representative agent" modeli,
- 2) Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam (1998)'in aşırı güven ve yanlı kendine atfetme olmak üzere iki psikolojik bulgu üzerine kurulu "Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam" modeli
- 3) Hong ve Stein (1999)'in heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişki üzerine kurulu "Hong ve Stein" modelidir (Barak, 2008: 175-176).

1.3.2.1. Temsili Yatırımcı-Representative Agent Modeli

Barberis, Shleifer ve Vishny (1998), psikolojik faktörler üzerine kurulu temsili yatırımcı-representative agent modeli oluşturmuşlardır. Barberis, Shleifer ve Vishny irrasyonel yatırımcıların, belirsizlik ve risk altında gelecekteki nakit akışlarını tahmin ederken, sistematik hatalar yaptığı varsayımına dayalı olarak oluşturdukları temsili yatırımcı modeli muhafazakârlık (conservatism) ve temsil edilebilirlik yanlılığı (representativeness) gibi iki psikolojik olguya dayanmaktadır. Bu iki psikolojik olguya dayanarak fiyat hareketlerini ve yatırımcıların işlemlerini davranışsal finans açısından ele almaktadırlar. Eksik-yetersiz reaksiyon anomalisi “muhafazakârlık” ile aşırı reaksiyon anomalisi “temsil edilebilirlik yanlılığı” ile ifade edilmektedir.

Muhafazakârlık; yatırımcıların yeni ve farklı bir bilgi ile karşılaştıklarında kendi görüş ve inançlarını yeni verilerle değiştirememesi olarak tanımlanmaktadır (Ülkü, 2001: 106). Pompian (2006); muhafazakârlık yanlılığını, yatırımcıların, yeni bir bilgi edindiklerinde önceki tahmin ve görüşlerini güncellemede direnç göstermeleriyle oluşan zihinsel bir süreç olarak açıklamıştır. Muhafazakârlık önyargısı, yatırımcıların yeni gelen bilgilere düşük reaksiyon göstermelerine neden olabilmektedir. Yatırımcılar yeni gelen bilgilere göre değil geçmişteki görüş ve inançlarına göre yatırım kararlarını almaktadırlar (aktaran Gazel, 2014: 33).

Muhafazakârlık önyargıları, yatırımcıların kazançlara ilişkin haberlere ilgi göstermemelerine, bu haberlerin geçici olduğuna ve kendi sahip oldukları bilgilerin doğru olduğuna inanmalarına ve eski bilgilerine sıkı sıkıya bağlı kalmalarına sebep olmaktadır. Yatırımcılar, yeni bilgiler sunulduğunda davranışlarını ısrarla aynı yönde sürdürürler ve vermiş oldukları kararların yanlış olduğu fikrini kabullenmezler. Muhafazakârlık önyargısına sahip olan yatırımcılar kendi bilgilerine aşırı güven duyarlar (Barberis ve diğerleri. 1998: 315). Yatırımcılardaki bu aşırı güven, kamuya açıklanan yeni bilgilerin etkisiyle zamanla azalmaya başlar ve bir müddet sonra yeni durumun kendi sahip olduğu bilgiden çok daha farklı olduğu inancına kapılıp eski bilgilerinden ve inançlarından vazgeçmeye başlar. Bu süreç, muhafazakârlık önyargısına sahip yatırımcının da yatırım kararlarının değişmesine neden olur ve yatırımcıların fiyatların (daha önceki) ortalamaya dönme eğilimi göstereceği inancı

düşük reaksiyon anomalisinin gerçekleşmesine neden olmaktadır (Ülkü, 2001: 106-107).

Temsil edilebilirlik yanlılığı ilk Kahneman ve Tversky (1974) tarafından ele alınmıştır. Yatırımcıların yatırımları ile ilgili bir karar alırken, en son gerçekleşen en çok göze çarpan ve olağandışı durumlara aşırı ağırlık vermesi temsil edilebilirlik yanlılığı olarak ifade edilmektedir. Temsil edilebilirlik yanlılığına sahip yatırımcı, kesin olmayan bir olayla ilgili olasılıkları kesinmiş gibi algılar ve bu olay kendi tecrübeleri ile örtüşüyorsa, olasılığı daha fazla önemser, kendine aşırı güvenerek profesyonel bir yatırımcı davranışı sergilediği inancına kapılır. Dolayısıyla yeni bilgiye fazla değer vererek aşırı reaksiyon göstermiş olurlar (Barberies ve diğerleri, 1998: 315-316).

Temsil edilebilirlik yanlılığı yatırımcıların firmaları değerlendirirken, yakın geçmişte kazandırmış olan hisselerin gelecekte de kazandıracağına inanmaktadırlar. Bu inanç firmalara ilişkin pozitif bir genellemeye ve yatırımcının normalde alacağı kararlardan daha farklı kararlar almasına neden olmaktadır. Yani yatırımcılar firmaların geçmişteki performanslarını gelecekteki performanslarının temsilcisi olarak görmektedirler. Örneğin, bir firma birden fazla periyotta kazanç artışı yaşıyorsa, yatırımcılar firmanın geçmiş kazanç potansiyeline bakarak gelecekte de kazançlarda artış olacağı inancına kapılıp firmanın fiyatlarını aşırı derecede yükseltebilmektedirler. Gelecekte kazanç tahminleri başarısızlığa uğradığında ise aşırı reaksiyon anomalisi ortaya çıkmaktadır (Barberies ve diğerleri, 1998: 316).

1.3.2.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli

Literatürde Aşırı Güvenli Yatırımcı Modeli olarak da ifade edilen Davranışsal Finans Modeli, “*aşırı güven(overconfidence)*” ve “*yanlı kendine atfetme (biased self attribution)*” olmak üzere iki farklı yatırımcı eğilimi üzerine inşa edilmiş bir modeldir (Daniel ve diğerleri, 1998).

Pompian’a (2006: 51) göre aşırı güven, “bir kişinin sezgisel düşünme, karar verme ve bilişsel yetenekleri hakkındaki yersiz inançları” olarak ifade edilmiştir. Aşırı güvenli insanlar diğer insanlara göre kendilerinin daha akıllı davrandıklarını ve

onlardan daha iyi bilgilere sahip olduklarını düşünmektedirler ve kendi özel bilgilerine olması gerekenden çok daha fazla önem vermektedirler.

Aşırı güven hali, yatırımcıların menkul kıymetleri değerlendirme yeteneklerini abartmalarına ve daha fazla işlem yapmalarına neden olmaktadır. Ayrıca aşırı güvenli yatırımcılar kendi yatırım işlemlerinin diğer yatırımcıların işlemlerinden daha az riskli olduğunu düşünmektedirler. (Barber ve Odean, 1999: 12). Bu yatırımcılar işlem sayılarını artırarak beklenen getirilerini azaltmaktadırlar (Pompian, 2006: 54). Aşırı güven davranışı piyasada aşırı reaksiyona sebep olmaktadır. Aşırı güven, kişisel bilgi odağının yüksek olması sonucu kişisel özel sinyallerin olduğu durumlarda meydana gelir. Sonra kamu sinyalleri geldikçe, fiyattaki sapma kısmen de olsa ortalamaya doğru gelir. Kamu bilgisi geldikçe fiyatlar gerçek değerine daha da yaklaşır (Daniel ve diğerleri, 1998: 1841-1842).

Yanlı kendine atfetme ise insanların başarılı olayları kendi yeteneklerine, başarısız olayları ise kötü şans gibi dış faktörlere bağlanmasıdır. Bunun finansal piyasalara yansması ise yatırımcıların yaptıkları yatırımlardan kazandıranların başarısını kendilerine atfetmeleri, kaybettirenlerin başarısızlığını ise başka yerlerde, bir dış faktörde aramalarıdır (Sönmez, 2010: 97). Langer ve Roth (1975) bunu “Turaysa kazandım, yazıysa şans” sözleriyle özetlemiştir (aktaran Daniel ve diğerleri, 1998: 1845).

Eğer yatırımcı yatırım kararlarını kendi özel bilgilerine göre verirse ve daha sonra kamu sinyalleri, verdiği yatırım kararlarını doğrularsa, kişinin kendine olan güveni artar ve yanlı kendine atfetme eğilimi artar. Bu durum hisse senedi fiyatlarında pozitif otokorelasyona başka bir ifadeyle eksik-yetersiz reaksiyon anomalisine neden olur (Daniel ve diğerleri, 1998: 1842-1843).

Aşırı güven, yanlı kendine atfetmeye neden olan davranışsal bir eğilimdir ve uzun vadede hisse senetlerinde olumsuz otokorelasyon oluşturmaktadır. Bu iç içe geçmiş iki davranışsal eğilimden hareketle ortaya koyulmuş olan bu model incelendiğinde, aşırı güvenin negatif otokorelasyona; başka bir ifadeyle aşırı tepkiye, yanlı kendine atfetmenin ise pozitif otokorelasyona yani eksik-yetersiz reaksiyona neden olduğu görülmektedir.

Bu model temsili yatırımcı modelinden farklı olan yatırımcı eğilimleri üzerine kurulu bir model olmasına rağmen, temsili yatırımcı modeli ile benzer yönde sonuçlar

üretmektedir. Bu modelde özel bilgileri olan aşırı güvenli yatırımcılar, rasyonel ancak özel bilgileri olmayanlara karşı alım-satım yaparken, kendi özel bilgilerine, piyasanın açıklanmış bilgiye dayanarak oluşturduğu fiyata göre çok daha fazla güvenmektedirler. Dolayısıyla fiyatların kendi özel bilgilerine aşırı reaksiyon göstermelerine neden olmaktadır. Kazandıkça yatırımcıların güvenleri daha da artacak ve açıklanan bilgiler yatırımcının sahip olduğu bilgilerle örtüşürse güven skalası hızlı bir yükseliş gösterecek ve aşırı reaksiyon daha fazla olacaktır. Bu süreç; uzun bir sürede düzeltme ile sona ermekte, bu da uzun dönem negatif otokorelasyona sebep olmaktadır. Fiyatların olması gereken değere gelebilmesi için birkaç bilginin daha gelmesi gerektiğinden dolayı düzeltme süreci uzayabilmektedir. Yavaş gerçekleşen bu sürecin sonunda öncekinden farklı pozitif bir otokorelasyon ortaya çıkacaktır (Barak, 2006: 184).

Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modelinin temeli; hisse senedi fiyatlarının kişisel bilgilere aşırı reaksiyon, halka açık bilgilere ise düşük reaksiyon göstermesidir. Aşırı reaksiyon kişisel özel bilgilerden kaynaklanırken, eksik-yetersiz reaksiyon kamuoyuna açık bilgilerden kaynaklanmaktadır. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam aşırı reaksiyonun hisse senetlerindeki uzun dönemli negatif etkileşimle ilgili olduğunu ifade etmektedirler (aktaran Barak, 2008: 185).

1.3.2.3. Hong ve Stein Modeli

Hong ve Stein (1999)'in İnteraktif İlişkiler Modeli, diğer iki modelden farklı olarak yatırımcının psikolojik eğilimlerini açıklamak yerine, homojen olmayan yatırımcılar arasındaki interaktif ilişkiyi ele almıştır. Modelde “haber avcıları (news watchers)” ve “momentum yatırımcıları (momentum traders)” olmak üzere iki tür temsili yatırımcı olduğu kabul edilir. Her iki yatırımcı türü de rasyonel değildir. Bir tür bilgi kullanabilen sınırlı rasyonel yapıda yatırımcılardır. Dolayısıyla yatırımcılar erişilebilir kamusal bilginin bazı alt kümelerini kullanarak yatırım kararlarını verebilirler (Hong ve Stein, 1999: 2144).

Haber avcıları, gelecekte ortaya çıkacak kamuya açık bilgilere ait kişisel olarak gözlemledikleri sinyallere dayanarak tahmin yapar ve bunun yanında mevcut ya da

geçmiş fiyatları tahminlerde kullanamayan yatırımcılardır. Dolayısıyla bu yatırımcı tipi temel analist gibi de düşünülebilir (Hong ve Stein, 1998: 2).

Momentum yatırımcıları ise haber avcılarının tam tersine temel bilgiyi dikkate almayı yalnızca geçmiş fiyat hareketlerine göre yapmaktadırlar.

Hong ve Stein Modeli'nde, gelecekte olacak kamuya açık bilgi setine ilişkin özel olarak edindikleri bilgiler ile tahmin yapan haber avcıları ile gelecekteki bilgi setini göz önüne almayı tek bilgi kaynağı olarak geçmiş fiyatları kullanan momentum yatırımcıları yer almaktadır (Barak, 2008: 29).

Haber avcıları, geleceğe dair özel ve yeni bir bilgi alır almaz fiyatlar da bu bilgiler doğrultusunda artışa ya da azalışa geçecektir. Haber avcılarının bu özel bilgileri edindikleri dönemde fiyatlar bilgiye göre hareket edecek; ancak bilgi kamuya açıklanmamış bilgiler olduğundan, yatırımcılar arasında yayılması yavaş olacaktır. Çünkü yeni bilgiler fiyatlardan elde edilmemekte tamamen özel duyularla elde edilmektedir. Sonuç olarak haber avcılarının bulunduğu durumlarda, eksik-yetersiz reaksiyon olmakta ancak aşırı reaksiyon olmamaktadır.

Daha sonra haber avcılarının sebep olduğu bu durum ister olumlu olsun, ister olumsuz olsun, momentum yatırımcılarını da alım-satım konusunda harekete geçirecektir. Momentum yatırımcıları geçmiş fiyatları baz alarak yatırımlarını şekillendirdikleri için haber avcılarının sebep olduğu eksik reaksiyonu tamamlarlar. Momentum yatırımcıları geçmiş fiyatları baz aldıkları için, yeterli risk toleransının da etkisiyle piyasa verimli hale gelir, fiyatlar yükselir, hisse senedine olan reaksiyon artar ve uzun dönemde aşırı reaksiyon anomalisi ortaya çıkar. Yapılan deneylerde, momentum yatırımcılarının risk üstlenme hususunda nötr bir davranış sergilemeleri durumunda bile aşırı reaksiyon gözlemlendiği sonucuna varılmıştır (Hong ve Stein, 1999: 2145).

Piyasaya ilk giren momentum yatırımcılar sonra girenlere kıyasla daha çok kazanç sağlarlar. Piyasaya sonra giren momentum yatırımcıları ile birlikte alım-satımlar hızlanacak ve fiyatlar etkilenecektir. Sonradan giren momentum yatırımcıları uzun dönemde oluşması gereken fiyatın üzerinde işlem yapacaklardır ve bu da sonradan giren momentum yatırımcılarının zarar etmesini olası kılacaktır. Sonuç olarak piyasaya erken giren momentum yatırımcıları daha sonra giren momentum yatırımcıları üzerinde negatif bir dışsallığa neden olacaktır. Bu modelin Daniel,

Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli (1998) ve Barberies, Shleifer ve Vishny (1998)'nin modellerinden en temel farkı, heterojen yatırımcıların birbiri ile olan dışsal ilişkisi üzerine kurulu olmasıdır (Hong ve Stein, 1999: 2167-2168).



İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIMCILARIN FİNANSAL KARARLARINI YÖNLENDİREN PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR VE BU ÖNYARGILARIN YATIRIMCI KARARLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Geleceğe dair aldığımız kararların mutlaka finansal bir boyutu vardır. En uygun yerden ve en uygun şartlarda ihtiyaç duyulan kaynakların tedarik edilip, uygun bir yatırım sahasına yatırılıp sonuçların kontrol edilmesine “finans”, bu sürece ilişkin alınan kararlara ise “finansal karar” denilmektedir (Tufan, 2008: 9). Bireysel yatırımcılar, “*kendi nam ve hesaplarına finansal işlemler yapan*” yatırımcılardır. Bireysel yatırımcılar alternatifler arasından seçim yapmak durumundadırlar ve bu karar verme süreçlerini genellikle psikolojik önyargılar ve demografik faktörler etkilemektedir (Karan, 2001: 687). Finansal kararları yönlendiren iki yaklaşım bulunmaktadır. Bunlar: Geleneksel finans ve davranışsal finans.

Kısaca hatırlatmak gerekirse Geleneksel Finans Teorilerine göre bireyler her zaman rasyonel kararlar alabilen ve bu karar süreçlerinde psikolojik faktörlerden etkilenmeyen varlıklardır. Buna göre bireyler seçimlerini daima faydasını ve servetini maksimum seviyeye çıkartacak şekilde yaparlar. Piyasaların etkin olduğunu varsayarlar. Yani yatırımcıların yatırımları için gerekli her türlü bilgiye sahip olduklarını, bilgisel piyasa etkinliğinin olduğunu kabul ederler. Geleneksel finansa göre bireyler yeni bilgiler doğrultusunda beklentilerini güncelleyebilen, alternatifler arasından seçim yaparken beklenen fayda teorisine göre karar alan yani her bir durumun yararını dikkate alan ve olasılığını tahmin ederek ağırlıklı ortalamayı hesaplayan ve buna göre seçimlerini yapan yatırımcılardır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 22).

Fakat geleneksel finansın bu varsayımları bireylerin gerçek hayatta verdikleri bazı kararların nedenini açıklayamamaktadır. İnsanların karşılığında bir şey almadan verdikleri bahşiş rasyonel olmayan bir davranıştır. Bu durum geleneksel finansın öngördüğü rasyonel insan davranışına uymamaktadır. Çünkü finansal açıdan bakıldığında, “*bir şey satın almak amacını taşımayan bir para veriş*” söz konusudur ve irrasyonel bir davranıştır (Özerol, 2011: 23).

Bir başka örnek ise kredi kartıyla yapılan alışverişlerin tutarının nakit yapılan alışverişlerin tutarından fazla olmasıdır. Oysa rasyonel birey bir şeye değer biçer ve onu ödemeyi göze almışsa kredi kartıyla da olsa nakit de olsa o bedeli öder. Ya da tam tersine o kadar etmeyeceğini düşünürse almaz. Fakat durum böyle değildir. 1990’larda pazarlamacı Prelec ve Simester üniversite öğrencileri üzerinde bir çalışma yapmıştır. İki tane Boston Celtics maç bileti olduğunu ve bu iki bilet için bir açık arttırma yapacaklarını söylemişlerdir. Benzer sosyoekonomik sınıflardan olan iki grubun birine ertesi gün nakit ödeme diğerine ise ertesi gün kredi kartıyla ödeme seçeneği sunmuşlardır. Sonuç olarak kredi kartıyla ödeyecek olan grupta oluşan fiyat seviyesi, nakit olarak ödeyecek olan gruptaki oluşan fiyat seviyesine göre iki kat daha yüksek çıkmıştır. Yani aynı malı satın alacak olan öğrenciler, eğer bunu kredi kartıyla satın alacaklarsa daha yüksek bir bedel ödemeyi göze almışlardır. Bunun açıklaması yalnızca psikolojik olabilir. Ayrıca kendi yaşantımızda da sıkça karşılaşılabileceğimiz bu gibi durumlara örnekler çoğaltılabilir. Aynı zamanda Dan Ariely’ e göre bir birey herhangi bir mal veya hizmeti satın aldığında ya da faydalandığında eğer bedelini nakit ödemiorsa daha az acı duyacaktır ve daha fazla harcayacaktır demiştir. Çünkü plastik olarak atfedilen kredi kartı ve benzeri türevlerle yapılan ödemelerde daha az ödeme sancısı hissedilmektedir.

Geleneksel finansın savunduğu görüşlerin, bireylerin nasıl karar aldıklarını anlama hususundaki noksanlıkları, psikolojik faktörleri karar alma mekanizmasının bir fonksiyonu olarak kabul eden davranışsal finansın gelişimine zemin hazırlamıştır. Davranışsal finansa göre yatırımcılar sistematik olarak hatalar yapmakta, rasyonel çözümü bilse dahi bunu uygulayamamaktadırlar. Yani insanlar her zaman rasyonel olamamaktadırlar. Davranışsal finansa göre rasyonel davranamayan bireylerin kararlarının temelinde psikolojik önyargılar yer almaktadır. Bu önyargılardan yalnızca finans eğitimi almayan ya da eksik olan yatırımcıların yanı sıra ileri derecede finans eğitimi almış ya da profesyonel olarak adlandırılan yatırımcılar da etkilenmektedirler (Döm, 2003: 43). Monteir (2007)’in yaptığı bir çalışmada profesyonel fon yöneticilerinin de bu ön yargılardan etkilendikleri ve zarar gördükleri ortaya koyulmuştur. Ayrıca medya, arkadaşlar ve bunun gibi çevresel faktörler de yatırımcıların kararlarını etkilemekte, sürü davranışı haline gelen süreçler piyasalarda anomaliler oluşturmakta bu da aşırı ve eksik-yetersiz reaksiyona sebep olmaktadır.

Ayrıca yatırımcıların cinsiyeti, gelir durumu, medeni durumu ve yaşı da yatırım kararlarında farklılık oluşturup, yatırım kararlarını etkilemektedir.

Davranışsal finansa göre belirsizlik altında karar vermek zorunda olan yatırımcılar, alternatiflerin olasılıklarıyla ilgili tüm bilgilere ulaşamamaktadırlar. Bu noktada olasılıkların değerlendirilmesi aşamasında karmaşık hesaplar yerine, geçmiş tecrübelerine dayanarak bazı zihinsel kısa yollara başvurmaktadırlar. Zihinsel kısa yollar, bireyin karar sürecinde karmaşık hesaplar yapmadan geçmiş tecrübelerine dayanarak oluşturduğu kestirme yollardır (Sönmez, 2010 :42). Yatırımcılar kısa yollar oluştururken çaba sarf etmeden, verileri ve alternatifleri eksiksiz, tam olarak değerlendirmeden kararlar almaktadırlar. Bu kısa yollar yatırımcılara zaman yönünden bir avantaj sağlasa bile eksik değerlendirme yapıldığı için yargısal hatalar yapılmasına ve bireylerin finansal kararları üzerinde yanlılıkların (eğilimlerin) oluşmasına yol açar.

Özetle psikolojik önyargılar yatırımcıların karar süreçlerinde aynı sistematik hataları yinelenmesi şeklinde ifade edilmektedir. Bu konudaki yapılan çalışmalarda çok fazla önyargı bulmuşlardır fakat bunun 50'ye yakını uygulamalı olarak ortaya konulmuştur. Yatırımcıların finansal kararlarında etkili olan psikolojik ön yargılar farklı araştırmacılar tarafından farklı şekillerde kategorize edilmiştir. Bazı yazarlar ön yargıları hevristik (kısayol), bir kısmı “inançlar”, “kararlar” veya “tercihler” olarak bir kısmı ise “bilişsel” veya “duygusal” olarak kategorize etmişlerdir. Fakat önyargılarla ilgili yapılan bu sınıflandırmalar önyargıları anlamamıza yardımcı olsa da, önyargıların davranışlarda nasıl ortaya çıktığını anlamak psikolojik önyargıların kavranmasında daha çok yardımcı olacaktır (Pompian, 2006: 49). Bu bölümde yatırımcıların rasyonel karar almasını engelleyen psikolojik önyargılar; bilişsel yanlılık, geçmişe hesaba katmak, gurur ve pişmanlık, hevristikler, zihinsel(mental) muhasebe ve sürü davranışı olarak sınıflandırılıp bu alanda yapılmış araştırmalarla birlikte incelenecektir.

2.1. BİLİŞSEL YANLILIK

Bilişsel yanlılık, karar verme süreçlerinde ortaya çıkan sapmalar yani irrasyoneliteye neden olan önyargılar olarak tanımlanabilmektedir. Bilişsel yanlılık

başlığı altında; aşırı güven, kontrol yanılması, aşırı tepki, düşük tepki, kendine atfetme yanlılığı ve çerçeveleme etkisi açıklanmaktadır.

2.1.1. Aşırı Güven

Yatırım yapmak, bilgi toplamayı, toplanılan bilgileri analiz etmeyi ve bu analizler sonucunda karar vermeyi gerektirdiği için zorlu bir süreçtir. Aşırı güvenli yatırımcı; kendi yeteneklerini olduğu seviyeden daha yüksekte görür ve bilgilerin doğruluğunu da yanlış yorumlar (Nofsinger, 2014: 12). En kapsamlı şekilde aşırı güven “bir kişinin sezgisel düşünme, karar verme ve bilişsel yetenekleri hakkındaki yersiz inançları” olarak tanımlanabilir. Aşırı güvenli bireyler sahip oldukları bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerinden daha iyi olduğunu ve diğer yatırımcılardan çok daha akıllı davrandıklarını düşünmektedirler (Pompian, 2006: 51).

Aşırı güvenin “*hatalı ölçümleme*” ve “*ortalamanın üstü etkisi*” olmak üzere iki yönü vardır. Hatalı ölçümleme, bireylerin olasılık dağılımlarına ilişkin çok dar aralıklarda tahminlerde bulunmalarınıdır. “Yetişkin bir mavi balinanın ortalama ağırlığı kaç libredir?”. “İnsan vücudunda kaç tane kemik vardır?”. “Amazon nehrinin uzunluğu kaç mildir?” Bu nitelikte 10 tane soru sorulmuştur. Deneklere bu sorular sorularak, cevapları tam olarak bilmemelerine rağmen kendilerince en yüksek ve en düşük bir aralık belirlemeleri istenmiştir. Cevapların %90 bu iki aralık arasında bir yerde olduğuna emin olunacak şekilde verilmesi istenmiştir. Cevapların bu iki aralıkta olmasını garantileyecek çok geniş ve çok dar bir aralık vermemeleri istenmiştir. Deneklerin çoğu 5 ya da daha fazla soruyu yanlış cevaplandırmıştır. Konu hakkında hiçbir bilgileri yokken bile bireylerin cevapları hakkında emin olmaları kendilerine aşırı güvendiklerini göstermektedir. Birçok finans profesörü de bilgili olmasına rağmen en az beş soruyu yanlış cevaplamıştır. Ortalamanın üstü etkisi ise bireylerin kendileri hakkında olağan dışı pozitif izlenimlere sahip olmalarıdır. “*İyi bir sürücü müsünüz? Yolda karşılaştığınız sürücülerle kıyasladığınızda, kendinizi ortalama, ortalamanın üstünde ya da ortalamanın altında bir sürücü olarak değerlendiriniz.*” Bu soru ile üniversite öğrencileri üzerine bir araştırma yapılmış ve bu öğrencilerin %82’si sürücülük yeteneklerini ortalamanın üzerinde görmektedirler (Svenson, 1981: 143-148). Katılımcıların %82’si aşırı güvenli davranmaktadır.

Yatırımcılar, kendi yeteneklerine ve bilgilerine aşırı güveni, kendilerini iyi hissetmelerini sağlar. Yatırımcıları yatırım yapmayacakları alanlara bile yönlendirir (Veeraraghavan, 2010 :111).

Aşırı güven yanlılığı, finansal piyasalardaki yatırımcıların kararlarını da etkilemektedir. Piyasalardaki aşırı güvenli yatırımcılar, rasyonel yatırımcılara göre daha fazla işlem yaparlar. Çünkü aşırı güvenli yatırımcılar kendi bilgilerine ve değerlendirme yeteneklerine daha çok güvenirler. Ayrıca sahip oldukları yatırım işlemlerindeki riskleri diğer yatırımcıların işlemlerindeki risklerden daha düşük görmektedirler. Bu durum aşırı işlem yapma, risk alma ve nihayetinde de kayıplara sebebiyet vermektedir (Barber ve Odean, 1999: 12). Barber ve Odean (2000) “işlem miktarı servetiniz için tehlikelidir” sözüyle aşırı güvenli yatırımcıların çok fazla işlem yaparak getirilerini azalttığını ifade etmiştir. Ayrıca erkeklerin kadınlara oranla daha fazla “aşırı güven eğilimi” gösterdikleri ve dolayısıyla erkeklerin yatırımlarından elde edecekleri kazancın da daha az olduğunu tespit etmişlerdir. Yapılan çalışmada özellikle de bekâr erkeklerin daha fazla işlem yapıp kazançlarını olumsuz yönde etkiledikleri görülmüştür.

Healy ve Pate (2007); sosyal gruplarda cinsiyet farklılığına göre oluşan aşırı güvenin olup olmadığını yaptığı çalışmasıyla tespit etmeye çalışmıştır. Bireylerin sosyal gruplar içerisinde aşırı güvenli davrandıkları hipotezini test etmek amacıyla on öğrenci grubu üzerinde inceleme yapmıştır. Bireysel olarak incelendiğinde “erkek yatırımcıların kadın yatırımcılara göre daha fazla aşırı güvenli” oldukları bu çalışmada da literatürü destekler nitelikte bulgulanmıştır. Kadınlar erkeklere göre daha az aşırı güven sahibi olmalarına rağmen sosyal gruplar içerisinde erkeklerden daha fazla aşırı güven sahibi olma eğilimine sahiptirler.

Glaser ve Weber (2007) Alman bir aracı kurumun yatırımcıları üzerine araştırma yaparak aşırı güven ile işlem hacmi arasında pozitif bir ilişkinin olup olmadığını test etmişlerdir. Glaser ve Weber, yatırımcıların aşırı güven derecelerini tespit etmek amacıyla katılımcılara “*Aracı kurum müşterilerinin yüzde kaç, ortalamanın üstünde getiriye sahip hisse senetlerini tespit etmede sizden daha iyi bir yeteneğe sahiptir*” gibi sorular sormuşlardır. Glaser ve Weber, katılımcılara ait geçmiş performansları ile ilgili verilere, işlem kayıtlarına sahip oldukları için, yetenekleri konusundaki düzeylerini değerlendirebilmişlerdir. Yatırımcıların cevapları ile geçmişteki performansları

arasında herhangi bir ilişki bulunamamıştır. Fakat değerlendirme sonucunda aşırı güvenli yatırımcıların daha fazla işlem yaptıklarını yani işlem hacimlerinin yüksek olduğunu tespit etmişlerdir (Glaser ve Weber, 2007: 1-36). Aşırı güven ile işlem hacmi arasında pozitif bir ilişki vardır. Aşırı güven eğilimi; yatırımcıların daha yüksek işlem hacmine sahip olmasına neden olurken, ellerindeki varlıkları daha hızlı alıp sattıkları için daha fazla komisyon öderler ve dolayısıyla toplamda gelirleri de yüksek komisyon ücretlerinden ötürü daha düşük olmaktadır.

Aşırı güven, işlem hacminin yanı sıra yatırımcıların risk alma eğilimlerini de artırır. Geleneksel finansın karar mekanizmalarında rasyonel olarak kabul ettiği yatırımcılar aldıkları risk düzeyini minimize ederken getirilerini maksimize etmeye çalışırlar. Fakat aşırı güven eğilimi yatırımcıların yatırımlarındaki risk seviyelerini yanlış yorumlayarak işlem yaptığı için daha fazla riske maruz kalmaktadırlar. Bu iki nedenden dolayı aşırı güvenli yatırımcının riski yüksek olmaktadır: Birincisi; yüksek risk içeren hisse senetleri olarak nitelendirilen yeni ve küçük işletmelerin hisselerini almak istemeleri ve ikincisi ise portföylerini çeşitlendirmede isteksiz olmaları yeni düşük çeşitlendirmeyle portföylerini yönetmek istemeleridir (Nofsinger, 2005: 16).

Sonuç olarak aşırı güven bireylerin kendi yeteneklerine, bilgilerine diğer yatırımcıların bilgilerinden ve yeteneklerinden daha fazla güvenmesidir. Bu güven duygusu piyasada aşırı derecede işlem yapmalarına dolayısıyla işlem maliyetlerinin de artmasıyla getirilerinin düşmesine neden olmaktadır. Ayrıca aşırı güvenli yatırımcı kendi riskini diğer yatırımcıların riskine göre daha düşük görmekte ve riski dağıtma yani portföyünü çeşitlendirme konusunda da isteksiz olmaktadır.

2.1.2. Kontrol Yanılsaması

Kontrol yanılsaması; bireylerin kontrolleri dışındaki olayların sonuçlarının üzerinde etkili olabileceklerine inanmaları olarak tanımlanabilmektedir. Kontrol yanılsamasına sahip bireyler yatırımlarının sonucunda büyük başarılar beklerler çünkü yeteneklerine ve bilgilerine aşırı derecede güvenirlir. Dolayısıyla aşırı güvenden kaynaklı pozisyonları bireyleri büyük başarı beklentisine yani aşırı iyimserliğe teşvik eder.

Langer (1975) yaptığı çalışmada kontrol yanılışmasını göstermiştir. Hilesiz bir ortamda madeni bir parayı havaya attığınızda yazı ya da tura gelme olasılığı %50'dir. Bireylere para atımından önceki sonuçla ilgili bilgi verildiği zaman bir sonraki para atımında daha fazla tutarda para ile bahse girmeye istekli davranmaktadırlar. Fakat bir önceki para atımının sonucu söylenmeyip gizlendiği zaman bu istekliliklerinin azaldığı görülmüştür. Dolayısıyla bireyler şansa bağlı olan bu bahis sonucunu bile bilgi sahibi oldukları zaman kontrol edebileceklerine inanmaktadırlar. Oysaki paranın yazı ya da tura gelme olasılığı her zaman %50'dir. Çünkü her atış bir önceki atıştan bağımsızdır ve şansa bağlıdır.

Bireyleri kontrol yanılışmasına teşvik eden unsurlar vardır. Bunlardan ilki 'seçim'dir. Bireylerin seçimlerini faal olarak yapmaları onların kontrol yanılışması yanlılıklarını arttırmaktadır. Örneğin; loto oynarken bireyin numaraları kendisinin çekmesi ile numaraların rassal olarak verilmesi durumunu kıyasladığımızda; bireyin numaralarını kendisinin çekmesi olayların sonucu üzerinde daha fazla kontrol sahibi olacağını inanmasını sağlar. Diğer bir faktör 'sonuç dizisi'dir. Sonuç dizisine göre önceden pozitif sonuçlar alan bireyler daha önce negatif sonuçlar alan bireylere göre daha çok kontrol yanılışması yanlılığına sahiptir. Bir diğeri 'görev aşinalığı'dır. Görev aşinalığı ise bireyler o duruma ne kadar aşına ise o kadar da kontrol sahibi olduklarına inanırlar. Aşına olma düzeyleri kontrol seviyelerini etkilemektedir. 'Bilgi' de kontrol yanılışmasında önemlidir. Bireylerin bilgi düzeyleri arttıkça kontrol yanılışmaları da artacaktır. Son olarak 'geçmiş başarılar' kontrol yanılışmasının ve aşırı güvenin en önemli nedenleri arasındadır. Şayet bireylerin geçmişte almış oldukları kararlar iyi bir şekilde sonuçlanmışsa, bu sonucun başarısı yeteneklere atfedilir. Eğer başarısızlıkla sonuçlanırsa şansa bağlanır. Bireyler geçmişte ne kadar çok başarı elde ederlerse bir o kadar da aşırı güven yanlılıkları artacak, buna bağlı olarak olaylar üzerindeki kontrol kabiliyetlerinin de arttığına inanacaklardır (Gazel, 2014 :16-17), (Nofsinger, 2014 :19-21).

Kontrol yanılışmasına sahip insanlar, olmayanlara kıyasla kendilerine daha fazla güvendikleri için paralel olarak daha fazla işlem yaparlar. Dolayısıyla işlem hacminin yüksek olması, varlıkları daha çabuk alıp satmalarının yani daha fazla komisyon ödemelerine neden olacağı için getirilerinde birtakım azalmalara yol

açacaktır. Ayrıca kontrol yanlısına sahip insanlar portföylerini çeşitlendirme konusunda da isteksizdirler.

2.1.3. Aşırı İyimserlik

Aşırı iyimserlik (optimism bias), bireylerin belirsizlik altında karar almaları gereken durumlarda, kendilerinin alacakları kararların diğer kişilerin alacakları kararlardan daha iyi olduğuna inanıp arzuladıkları sonucun gerçekleşme ihtimalini yüksek tahminlerken arzulamadıkları sonucun gerçekleşme ihtimalini daha düşük tahminleme eğilimleridir (Gazel, 2014: 18) Aşırı güven sahibi yatırımcı, gerçekte üzerinde kontrol sahibi olmadıkları olayları sanki kontrol sahibiymiş gibi değerlendirerek gelecekteki beklentilerini çok yüksek tutmaktadır. Yani aşırı güven ve kontrol yanlısası yanlılığı bireylerin aşırı iyimser olmalarına neden olmaktadır.

Ölçülü derecede bir iyimserlik mutlaka faydalıdır. Fakat sınırsız bir iyimserlik de yıkıcı sonuçlara neden olabilmektedir. Belirsizlik altında geleceğe yönelik olarak verilecek kararlarda aşırı iyimserlik o an için psikolojik olarak bir huzur verse de gerçek olmayan değerlemeden ötürü gelecekte olumsuz etkiler yaratacaktır.

Yaşar'a (2008: 103) göre bireyler başkalarını değerlendirirken acımasız fakat kendilerini değerlendirirken oldukça hoşgörülüdürler, çoğu zaman kendilerini ortalamanın üzerinde ve diğer yatırımcılardan çok daha kabiliyetli ve bilgili görürler. Gallup Mayıs 2001'de ABD'de bireysel yatırımcılara uyguladığı anket sonuçlarına göre; yatırımcılar borsanın ortalama olarak getirisini %10,3 görürken, portföylerinin getirilerini %11,7 olarak tahminlemişlerdir. Fakat gerçekleşen getiriler tahminlenen getirilerin %3 altındadır.

Toshino ve Suto (2004); Japonya'daki kurumsal yatırımcıların aşırı iyimserlik yanlılığına sahip olup olmadıklarını araştırmışlardır. 488 kurumsal yatırımcıya aşırı iyimserlik yanlılığını değerlendirmek için anket uygulamışlardır. Katılımcılardan Nikkie ve Dow Jones Endeksinin bir ay ve bir yılsonundaki değerlerini tahmin etmeleri söylenmiştir. Çalışmanın sonucuna göre Japon kurumsal yatırımcılar piyasanın gelecekteki getirilerini tahminlerken aşırı iyimser davranmaktadırlar. Hatta tahminlemede zaman aralığı uzadıkça paralel olarak artan belirsizliğe göre aşırı iyimserliğin de arttığı bulgulanmıştır.

Aşırı iyimserlik yatırımcıları iki yönden etkilemektedir. Birincisi; aşırı iyimser yatırımcılar portföyündeki hisse senedine ilişkin çok kritik analizler yapmazlar. Çünkü kararlarına aşırı derecede güvenirlir ve sonuçların da başarılı olacağına inanırlar. İkincisi ise sahip oldukları hisse senedine ilişkin gelen olumsuz bilgileri dikkate almazlar. Bu yatırımcılara olumsuz bir bilgi gelse bile, kendilerine aşırı güvendikleri için ve aşırı iyimser oldukları için inançlarına sıkı sıkıya bağlı kalırlar (Nofsinger; 2014: 113).

Elde edilen bulgulara göre; aracı kurumlar ve analistler tahminlerinde aşırı iyimser davranmaktadırlar. Çünkü onların bu iyimser yaklaşımı, yatırımcıları o hisseleri almaya yönlendirecek dolayısıyla da aracı kurumların ve analistlerin komisyon gelirleri artacaktır (Aktaş, 2012 :126-127).

Ölçülü seviyede bir iyimserlik duygusu daha ekonomik kararlar alınmasını sağlarken, aşırı iyimserlik irrasyonalliteye ve çoğunlukla da olumsuz sonuçlanan ekonomik kararlar alınmasına neden olmaktadır (Puri ve Robinson, 2007: 72). Bu yüzden yatırımcı, iyimserlik, güven, kontrol edilebilirlik, tahmin ve hedefleri arasında bir denge kurarak kararlarını daha gerçekçi bir şekilde almalıdır.

2.1.4. Aşırı Tepki

Aşırı tepki, yatırımcıların uzun dönemde (3 ila 5 yıl) gelen iyi haberlere olması gerekenden daha fazla tepki vererek, menkul kıymetlerin aşırı fiyatlanmasına neden olan bir yanlılıktır. Aşırı tepki yanlılığı Etkin Piyasalar Hipotezindeki bilginin fiyatlara anında yansıdığı ve yatırımcıların buna göre pozisyon aldığı savını çürütmektedir. Birinci bölümde piyasada oluşan fiyat anomalilerinde aşırı tepki yanlılığına değinmiş olsak da yatırımcıları etkileyen yanlılıklar kapsamında da kısaca ele alınmasında fayda vardır. Aşırı tepki de insanın psikolojik önyargılarından kaynaklanan bir durumdur. Bununla ilgili yapılan çalışmalara birinci bölümde ayrıntılı olarak yer verildiği içi bu kısımda yalnızca hatırlatma anlamında aşırı tepki yanlılığına kısaca değinilecektir.

Uzun dönem boyunca iyi haberlere sahip menkul kıymetler aşırı değerlenmekte ancak sonradan ortalama getirileri düşük olmaktadır. Yani iyi haberlerle birlikte aşırı değerlenen menkul kıymetler ortalamaya dönme eğilimi göstermektedirler (Barberies, Shleifer, Vishy, 1998 :1).

Yatırımcılar yeni gelen bilgilere anında tepki vermeyebilmektedirler. Örneğin yatırımcılar bazen kazanan hisse senetlerini alıp kaybeden hisseleri satmaktadırlar. Bu bir aşırı reaksiyon gösterme eğilimidir. Böyle bir durumda hisse senedinin fiyatı olması gereken değerden uzaklaşmaktadır. Değeri hızla yükselen hisse senetlerinin değeri aşağı düşerken, düşenlerin değeri ise yükselmektedir. Bu noktada yatırımcılar “ters yönlü yatırım stratejisi” uygulayarak yani kaybedenleri alıp kazananları ise satarak piyasa ortalamasının üstünde getiriler sağlayabilirler.

2.1.5. Düşük Tepki

Düşük tepki, yatırımcıların menkul kıymete ait gelen haberlere düşük tepki vermesidir. Yatırımcılar özellikle kazanç duyurularına ilişkin haberlere düşük tepki vermektedirler. Dolayısıyla haberler menkul kıymet fiyatlarına yavaş yavaş yansımaktadır. Bu durum geçmişte kaybeden (kazanan) menkul kıymetlerin gelecekte de kaybetmeye (kazanmaya) devam etmesine sebep olmaktadır. Bu noktada kazananların alınıp, kaybedenlerin satılmasıyla oluşturulan bir portföyden kısa zamanda yüksek getiriler sağlanabilmektedir (Durukan, 2004 :137).

Özel bilgilere veya analiz yeteneğine sahip olduğu düşünülen yatırımcıların alım-satım yaptıkları dönemin ardından pozitif veya negatif getiriler elde ettikleri görülüyorsa, bu yatırımcıların düşük reaksiyon gösterdikleri söylenebilmektedir (Barak ve Demirelli, 2006: 3). Düşük tepki yanlılığı yatırımcıların birtakım bilgi ve haberlere 1-12 aylık bir sürede düşük reaksiyon (tepki) gösterdikleri tespit edilmiştir.

Düşük tepki konusunda da yerli ve yabancı literatürde birçok çalışmaya rastlanmaktadır. Bu çalışmaları birinci bölümde fiyat anomalileri başlığı altında paylaşmıştım. Burada da yapılan birkaç çalışmayı örnek göstermekte fayda vardır. Nguyen (2005); Nisan 1992-Mart 2002 dönemleri arasında Tokyo Borsası’nda yaptığı çalışmanın sonucunda düşük reaksiyonu destekler nitelikte bulgulara ulaşmıştır. Genç (2011)’in yapmış olduğu çalışmada, Ocak 2008-Mart 2011 dönemleri arasında da İMKB 100 endeksinde de düşük tepki hipotezine uygun sonuçlar bulmuştur. Türkiye de dâhil birçok ülkede yapılan çalışmalarda düşük reaksiyonu destekler nitelikte sonuçlar bulunmuştur. Yatırımcıların yeni haberlere ve bilgilere geç reaksiyon

göstermesi geçmişte kaybeden (kazanan) hisse senetlerinin gelecekte de kaybetmeye (kazanmaya) devam etmesine sebep olmaktadır.

2.1.6. Kendine Atfetme Yanlılığı

Bireyler başarılı ve iyi olan sonuçları kabiliyetlerine, sıkı çalışmalarına ve bilgilerine atfederken başarısız olan sonuçları ise dışsal bir faktöre (şans gibi) atfederler. Bu durum kendine atfetme yanlılığı olarak adlandırılmaktadır. Mesela; sınavlardan yüksek not alan öğrenciler bu başarılı sonuçları kendi yeteneklerine, bilgilerine atfederken, düşük alan öğrenciler ise bu başarısızlığı dış faktörlere (öğretmenlere vb.) atfederler.

Dowling ve Lucey'e (2010: 318) göre kendine atfetme yanlılığının oluşmasına neden olan çeşitli unsurlar vardır:

- Geçmişteki başarılar, karşılaştıkları başarısızlıkları dış faktöre atfetmelerine neden olur. Çünkü daha önceki elde ettiği başarılarda bu başarıyı kendi yeteneklerine bilgisine atfediyordu. Dolayısıyla olan başarısızlığı bir dış faktöre bağlamaktadır.
- Erkekler kadınlara göre daha çok aşırı güven sahibidirler. Dolayısıyla erkeklerin başarıyı kendilerine atfetme oranları da daha yüksektir.
- Kültürel farklılıklar kendine atfetme yanlılığı düzeylerinde değişikliğe neden olmaktadır. Örneğin; doğu kültüründe batı kültürüne göre daha az kendine atfetme yanlılığı mevcuttur. Dolayısıyla doğudaki insanlar batıdaki insanlara göre daha az aşırı güven sahibidirler.

Kendine atfetme yanlılığı davranışsal finans modellerinden Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli'nin temellerini oluşturan iki psikolojik eğilimden biridir. Bu modeli oluşturan bir diğer psikolojik eğilim ise aşırı güven eğilimidir. Aşırı güven ve kendine atfetme yanlılığı birbiriyle ilişkili olan psikolojik eğilimlerdir.

Kendine atfetme yanlılığına sahip yatırımcılar, aldıkları kararların sonucundaki başarıları kendi yeteneklerine, başarısızlıkları ise dışsal faktörlere atfettikleri için kendilerine aşırı güvenirler. Dolayısıyla aşırı güvenli yatırımcı daha fazla risk alma eğilimine girmektedir. Bu durum da yatırımcıların servetlerinde azalmaya neden olabilmektedir.

Gazel'e (2014; 24) göre kendine atfetme yanlılığı yatırımcıların 'algıda seçicilik' davranışını sergilemelerine neden olabilmektedir. Yatırımcılar kendi başarılarını göstermek için portföylerine aldıkları yükselen hisseler onlar için çok önemlidir. Bunlara yoğunlaşarak diğer yatırım seçeneklerini görmezden gelebilmektedirler.

2.1.7. Çerçeveleme Etkisi

Çerçeveleme etkisi, bireylerin karar alma süreçlerinde, aynı durumların farklı sunuluş tarzıyla izah edilmesi sonucu farklı şekilde algılanmasına ve farklı şekilde tepkiler verilmesine neden olan eğilimdir. Bir sorunun sorulma tarzının alınan kararlar üzerinde oldukça büyük bir etkisi vardır.

Geleneksel finasta Beklenen Fayda Teorine göre, bireylerin kararları problemin sunuluş tarzından etkilenmemektedir. Fakat davranışsal finansa göre aynı duruma ait problemin farklı şekillerde sunulması, bireyleri sistematik olarak farklı kararlara yönlendirmektedir. Kahneman ve Tversky Beklenti Teorisine göre problemin kazanç-kayıp olarak sunulması insanların benzer durumlara farklı tepkiler vermesine neden olmaktadır (Shafir, Diamond ve Tversky, 1997: 346).

Nobel ödüllü Kahneman ve Tversky (1981)'nin çerçeveleme yanlılığına ilişkin meşhur deney çalışmaları şu şekildedir:

155 kişilik bir denek topluluğuna bilimsel olarak herhangi bir ilacı bulunamayan Asya hastalığına yakalanan 600 kişi olduğu söylenmiştir. Kesin bir ilacı olmayan bu hastalık üzerinde çalışmalar yapılmış ve deneme aşamasında iki alternatif ilaç bulunmuştur.

1. Alternatif: Bütün hastalara X ilacı verilirse 200 kişi kurtulacak
2. Alternatif: Bütün hastalara Y ilacı verilirse 1/3 ihtimalle tümü kurtulacak, 2/3 ihtimalle hepsi ölecektir.

Bu alternatiflerden birini seçmek durumunda olan deneklerin %72'si X ilacının uygulanmasını seçerek riskten kaçınan bir tavır sergilerken, %28 i ise Y ilacının uygulanmasını seçmişlerdir.

Başka bir 155 kişilik denek grubuna yine aynı şekilde herhangi bir ilacı bulunamayan Asya hastalığına yakalanmış 600 kişi olduğu, bu hastalar için iki tür

ilacın bulunduğu ve deneme aşamasında ilaçların uygulanması sonucu şu sonuçların doğabileceği söylenmiştir.

1. Alternatif: Bütün hastalara X ilacı verilirse 400 kişi ölecektir.
2. Alternatif: Bütün hastalara Y ilacı verilirse 1/3 ihtimalle hiç kimse ölmeyecektir.

Bu alternatiflerden birini seçmek durumunda olan deneklerden %22'si X ilacının uygulanmasını, %78'i ise Y ilacının uygulanmasını istemektedir.

Her iki denek grubunda da sorulan sorularda yalnızca kelime oyunları yapılmıştır. Her iki durumda da 400 insan ölecek ve 200 insan yaşayacaktır. 1. grupta pozitif bir çerçeve içeren, hayat kurtarma düşüncesi ile çoğunluk tarafından 1.alternatif seçilip riskten kaçınan bir tutum sergilenirken, 2. Grupta negatif bir çerçeve sunan kesin ölüm seçeneğine karşın riskli durum tercih edilmiştir. İnsanlar seçenekleri, sunulan çerçeveye göre değerlendirerek, buna göre seçimlerini yapmaktadırlar. Kahneman ve Tversky'nin beklenti teorisindeki "*kazanç içeren durumlarda riskten kaçınılırken, kayıp içeren durumlarda genellikle risk almaya istekli olunur*" ifadesine uygun nitelikte davranıldığı görülmektedir.

Çerçeveleme etkisini araştırmak için yapılan başka bir deneyde de deneklere şu sorular yöneltilmiştir:

1. Problem:
Size 1000 TL verilse;
A: %50 olasılıkla 1000 TL daha kazanma
B: %100 olasılıkla 500 TL daha kazanma

Seçeneklerinden hangisini seçerdiniz?

2. Problem:
Size 2000 TL verilse;
C: %50 olasılıkla 1000 TL kaybetme
D: %100 olasılıkla 500 TL kaybetme

Seçeneklerinden hangisini seçerdiniz?

Katılımcıların %84'ü 1. problemde B seçeneğini, ikinci problemde ise %70'i C seçeneğini seçmişlerdir. A ve C seçenekleri aynı şeyleri ifade ederken, B ve D seçenekleri de aynı şeyi ifade etmektedir. Aradaki tek fark birinin kazanç çerçevesinde sunulmuş diğerinin ise kayıp çerçevesinde sunulmuş olmasıdır. Burada da kazanç

içeren seçeneklerde riskten kaçınılan bir duruş sergilenirken, kayıp içeren seçeneklerde risk almaya istekli davranışlar sergilenmektedir.

Kahneman ve Tversky'nin yanı sıra Pompian da çerçeveleme eğiliminin yatırımcılar üzerindeki etkisi konusunda çalışmalar yapmıştır. Bir yatırımcının birbirine çok benzeyen A ve B portföyleri arasında bir seçim yapması gerektiğinde A portföyünün %70 oranında faydalı, B portföyünün ise %30 oranında faydasız olduğu durumda, yatırımcıların çoğunun A portföyünü seçeceğini bulgulamıştır (Pompian, 2006: 242). Oysaki ikisi de aynı şeyi ifade etmektedir. Sadece sunuluş tarzlarındaki farklılık yatırımcıların seçimlerini 'faydalı' sözcüğüne dayanarak farklı değerlendirmesini (faydalıya olumlu çerçeve oluşturmasını) sağlamıştır.

Sonuç olarak soruların soruluş tarzı yani sunum şekli, karar davranışını etkilemektedir. Karar verilmesi gereken olayın sunuluş tarzı (çerçevesi) karar verecek olan bireylerin algılamasını ve dolayısıyla da seçimlerini etkilemektedir. Karar verilecek olaylara çizilen çerçeve, bireylerin davranışlarında ve kanaatlerinde değişikliğe yol açabilmektedir. Einstein "*bir problemin ifade tarzı, çözümden çok daha kolaydır. Çünkü çözüm, matematik ve deneysel yeteneklerden ibarettir*" diyerek bir problemin sunuluş tarzının önemini vurgulamıştır (Koçel, 2015: 122)

2.2. GEÇMİŞİ HESABA KATMAK

Bireylerin risk algılamaları birbirinden farklıdır. Geçmişte elde edilen kayıplar ya da kazançlar, başarılar ya da başarısızlıklar riskli durumlardaki kararlarımızı değerlendirirken büyük rol oynamaktadır. Bireyler kazançlı durumlardan sonra daha fazla risk alma eğiliminde olurken, kayıpların ardından riskten kaçınma eğilimi gösterirler. Bu kısımda geçmişini hesaba katarak oluşabilecek ön yargılar; "kolay para etkisi, riskten kaçınma (yılan sokma etkisi), belirsizlikten kaçınma, başabaş etkisi, statüko yanlılığı, bilişsel çelişki ve muhafazakârlık yanlılığı" incelenecektir.

2.2.1. Kolay Para Etkisi

Yatırımcılar kazanç sağlamadan önce, kazanç durumlarından garantici davranıp riskten kaçınırken, kayıplarda riski sevme eğiliminde olmaktadır.

Yatırımcıların geçmişte elde ettiği yüksek getiriler ya da kazançlar mevcut yatırımlarında daha fazla risk almalarını sağlamaktadır. Kazançlardan sonra bireylerin daha fazla riske eğilimli olmalarına kolay para etkisi denilmektedir.

Kumarbazlar bu eğilimi kolay para ile oynamak olarak adlandırmaktadırlar. Kumarbazlar, büyük bir meblağ kazandıktan sonra, kazanılan parayı kendi paraları gibi düşünmezler, kumarhanenin parasıyla kumar oynuyorlarmış gibi düşünürler. Geçmişte zarar etmiş kumarbazlar ise mevcut yatırımlarında daha tutucu davranmaktadırlar. Kumarda kazanılan para kolay para etkisine en güzel örnektir. Kumarda kazanılan para gerçek satın alma gücünün çok altında değerlendirilir. “Düşük kıymette” olarak değerlendirilip algılanan paranın harcanması ve riske edilmesi de kolay olmaktadır.

Nofsinger (2001: 37), iktisat öğrencileri üzerine yaptığı bir çalışmada, öğrencilere \$15 kazandıklarını ve hemen sonrasında \$4,5'a yazı tura bahsi fırsatı ile karşı karşıya olduklarını varsaymalarını istemiş ve bu durumda bahse girip girmeyeceklerini sormuştur. Sonuç olarak iktisat öğrencilerinin %77'si bahse girmek istediklerini belirtmişlerdir. Beklenmedik bir şekilde \$15 kazandıktan sonra risk alıp bahse girme konusunda istekli davranmışlardır. Öğrencilere bir de \$15 kazanmadan önce yazı tura bahsine girip girmeyeceklerini sormuştur. Bu durumda yani \$15 beklenmedik kazanç olmadan öğrencilerin %41'i bahse girmek istemiştir. Beklenmedik bir şekilde elde edilen kazanç yatırımcıları normal şartlarda girmek istemeyecekleri risklere yönlendirebilmektedir.

Kolay para etkisini piyasadaki bir yatırımcı için düşünürsek; örneğin portföyündeki hisse senetlerinden herhangi birinden beklemediği sürpriz bir kazanç elde etmişse bu kazanç ile daha fazla risk içeren hisse senetlerine yatırım yapacaklardır. Kendilerine olan güvenleri artacak, daha riskli yatırımlara yöneleceklerdir (Gazel, 2014: 27). Massa ve Simonov, yatırımcıların geçmişteki kazanç ve kayıplara ne şekilde tepki verdiğini araştırmışlar ve geçmişte elde edilen kazançlarda risk alma eğilimleri artarken, geçmişte yaşadıkları kayıplardan sonra risk alma konusunda isteksiz olmaktadır.

2.2.2. Riskten Kaçınma (Yılan Sokma Etkisi)

Özerol'a (2011: 55-56) riskten kaçınma, finansal kayıp yaşayan yatırımcıların sonraki yatırımlarında daha az risk alma eğiliminde olmasıdır. Ayrıca yatırım sonuçları kötü olan yatırımcıların sonraki seçimlerinde daha az riskli varlıklara yönelmesidir. Karar verirken kesin ifadeler yatırımcıları yönlendir. Garantili bir meblağ, belirli olmayan bir getiriye tercih edilir. Örneğin; şöyle bir bahis durumunda yatırımcılara tercihleri sorulmuş ve şu sonuçlar elde edilmiştir.

Size oyunun başında 100 TL veriliyor ve önünüze iki alternatif sunuluyor:

A: İsterseniz 50 TL daha verelim ve bahis bitsin

B: Yazı-tura atalım. Yazı gelirse 100 TL daha verelim; tura gelirse en baştan verdiğimiz 100 TL ile bahisten ayrılın.

Bu durumda bahisçilerin büyük çoğunluğu A seçeneğini B seçeneğine tercih etmişlerdir. Bu tercih insanların riskten kaçınma eğiliminde olduklarını göstermektedir. Diğer bir bahiste ise size 200 TL veriliyor ve önünüze iki alternatif sunuluyor:

C: Elinizdeki paranın 50 TL'sini bize verin ve bahis bitsin

D: Yazı-tura atalım. Yazı gelirse 200 TL ile ayrılın fakat tura gelirse verdiğimiz paranın yarısını geri verin ve 100 TL ile ayrılın.

Bu durumda da bahisçilerin büyük çoğunluğu D seçeneğini C seçeneğine tercih etmişlerdir. Yatırımcılar her zaman kayıplardan kaçınan bir tavır sergileyebilirler. Burada da kaybetme riski olmasına rağmen, kayıp ihtimalinden kaçınma için daha fazla risk almaya yöneliyorlar ve D'yi tercih ediyorlar. Bir kayıp söz konusu ve bu mutlak kaybı önlemek için daha büyük risk alma eğilimindedirler.

Tversky'nin (1985); yaptığı başka bir çalışmada ise deneklere şu iki seçenek sunulmuştur:

A: \$85.000 kesin bir getiri

B: %85 olasılıkla \$100.000 getiri, %15 olasılıkla hiçbir şey

Bu durumda yatırımcıların büyük çoğunluğu riskten kaçınan bir durum sergileyerek, kesin meblağa doğru yönelmişler ve A'yı seçmişlerdir.

Bir diğer seçim alternatifi ise:

C: \$85.000 kesin kayıp

D: %85 olasılıkla \$100.000'lık kayıp veya %15 olasılıkla hiçbir şey kaybetmeme Yatırımcıların büyük bir çoğunluğu D'yi C'ye tercih etmişlerdir. Bu tercih durumunda insanların riskten kaçınmaktan ziyade riske yöneldiği görülmektedir. Dolayısıyla bir önceki senaryoda da gördüğümüz gibi yatırımcılar her zaman riskten kaçınmamaktadırlar.

Literatürdeki çalışmalar değerlendirildiğinde riskten kaçınmayı etkileyen birtakım faktörler bulunmaktadır:

Cinsiyet: Erkekler kadınlara göre daha fazla risk alma eğilimindedirler.

Medeni Durum: Bekâr insanlar evli insanlara nazaran daha fazla risk alma eğilimindedirler.

Yaş: Gençler yaşlılara göre daha fazla risk üstlenme eğilimindedirler.

Eğitim Seviyesi: Eğitim seviyesi yüksek olan insanlar eğitim seviyesi düşük olan insanlara göre daha fazla risk almayı tercih ederler.

Finansal Bilgi: Finansal konularda özellikle de risk ve risk koşulları konusunda bilgi sahibi olan insanlar, kendilerine de güvendiklerinden dolayı daha fazla risk alma eğilimindedirler.

Riskten kaçınmanın yatırımcıya, piyasaya birtakım etkileri vardır. Yatırımcılar, başarısızlıkla sonuçlanan yatırımlarından sonra daha temkinli davranıp, belki de alınacak risk ile daha fazla kazanç sağlayacakken riskten kaçındığı için daha düşük getiriler sağlayacaktır. Belki de tasarruflarını piyasaya hiç sokmayıp, yastık altına koyacaktır. Piyasaya dargın yatırımcı, borsa ya da sermaye piyasalarında daralma olmasına, tasarrufların fon ihtiyacı olan bireylere ulaşmasının aksamasına neden olabilecektir.

2.2.3. Belirsizlikten Kaçınma

Fox ve Tversky'e (1995: 586); belirsizlikten kaçınma eğilimi, öngörülemeyen olasılıklara sahip riskler yerine, bilinen olasılıklara sahip riskleri almaya yatkın olmaları demektir. Dolayısıyla insanların sonuçlarını öngöremedikleri, kendilerine tanıdık gelmeyen bir durumdan kaçınma eğilimi gösterdiklerini söyleyebiliriz. Tanıdık olanı, aşına olanı seçme eğilimindedirler. Kendi çalıştığı şirketin hissesini tercih eden yatırımcılar, kendi bölgesindeki şirketlerin hisselerini tercih eden yatırımcılar ve kendi

bölgesi dışındaki şirketlerin hisselerine pek rağbet göstermeyen özellikle çok aşına bir şirket olmadıkça yurt dışı hisselerine yatırım yapmayan yatırımcılar belirsizlikten kaçınma eğilimine verilebilecek en güzel örneklerdir. Yapılan çalışmalar bireylere sunulan kazanma ihtimali aynı olan iki oyundan kendilerine aşına olan oyunu tercih ettiklerini göstermektedir. Bazen kazanma ihtimalleri daha düşük olsa bile aşına olduğuna yatırım yapan yatırımcılara da rastlanılmaktadır.

Belirsizlikten kaçınma Ellsberg tarafından ortaya çıkarılan bir eğilimdir. Ellsberg'in (1961) yaptığı çalışmada: İçerisinde siyah ve beyaz toplar olan iki torba olduğunu varsayınız. Birinci torbada oranları bilinmemek üzere 100 adet beyaz ve siyah top bulunmaktadır. İkinci torbada ise 50 adet siyah, 50 adet beyaz top bulunmaktadır. Katılımcılara iki farklı senaryo sunulmuş, ortaya \$100'lık bir kazanç veya hiçbir kazancın olmaması koyulmuştur.

1. Senaryo

A: Birinci torbadan bir top çekiliyor ve eğer çekilen top siyah ise \$100 kazanacaklar, top siyah değil de beyaz ise hiçbir kazançları olmayacaktır(\$0).

B: İkinci torbadan bir top çekilmiştir ve eğer çekilen top siyah ise katılımcılar \$100 kazanacaklar, çekilen top siyah değil de beyaz ise hiçbir kazançları olmayacaktır.

2. Senaryo

C: Birinci torbadan bir top çekilmiştir. Eğer çekilen top siyah ise katılımcılar hiçbir kazanç elde edemeyecekler, fakat çekilen top beyaz ise \$100 kazanacaklar.

D: İkinci torbadan bir top çekilmiştir. Eğer çekilen top siyah ise katılımcılar hiçbir şey kazanamayacak, fakat çekilen top beyaz ise \$100 kazanacaklardır.

Katılımcıların cevaplarına bakıldığında birinci senaryoda B, ikinci senaryoda D seçeneklerini tercih ettikleri görülmüştür. Katılımcılar tercihlerini içerisindeki siyah ve beyaz top oranlarını bildikleri torbadan yana kullanmışlardır. Yani olasılıkların sayısal olarak belirtildiği durum, oranların belirsiz olduğu duruma göre daha cazip gelmektedir. Belirsizlikten kaçış davranışı sergilemişlerdir.

Belirsizlikten kaçınıp aşına olunana yatırım yapma eğilimi, bireylerin tasarruflarının büyük bir kısmını kendi ülkelerine, kendi bölgelerine yapmalarına neden olmaktadır. French ve Poterba Amerika Birleşik Devletleri üzerine yaptıkları çalışmada yatırımcıların %94'ünün, Japonya'daki yatırımcılar üzerine yaptıkları

çalışmada ise yatırımcıların %98'inin portföylerini oluştururken kendi ülkelerine ait şirketlerin hisselerini aldıklarını bulgulamışlardır (French ve diğerleri; 1991 :222-226). Ayrıca Ivkovic ve Weisbenner, ortalama bir ABD halkının oluşturduğu portföyünün %30'unun ikametlerine yakın olan şirketlerin hisselerine yatırım yaptığı tespit edilmiştir. İsveç ve Finlandiya üzerine yapılan çalışmada da yatırımcıların yerel firmalara yatırım yapmaya eğilimli oldukları görülmüştür. Ayrıca ikamet değiştiren İsveç yatırımcılarının portföyündeki eski ikametlerine yakın olan şirketlerin hisselerini satma eğiliminde oldukları da görülmektedir. Türkiye'de de bu durum görülmektedir. Örneğin; Karadeniz Ereğlisi'nde yaşayan bireylerin birçoğu Erdemir'in hisselerine yatırım yapmaktadır. Çünkü yaşadıkları yerde olan bir şirket ve onlara daha tanıdık gelmektedir. Ayrıca burada yaşayanların büyük çoğunluğu da orada çalışmaktadır. Kendi çalıştıkları şirketin hisselerine yatırım yapmak diğerlerine göre daha cazip gelmektedir. İzmir Aliağa'da yaşayan biri için Tüpraş'ın, Bolu'da yaşayan biri için Bolu çimento'nun hisselerinin cazip gelmesi ve o hisseler portföyünde daha çok yer vermesi de tanıdık olana yatırım yapmanın örnekleri arasındadır. Yatırımcıların büyük çoğunluğu yerel hisselerine yatırım yapmaya eğilimlidir fakat portföyünde yabancı şirketlerin hisselerine yer verecekse de bunu tanıdıkları, büyük firmalara yapmaktadırlar. Örneğin; Japonya Borsası'nda Sony ve Toyota'ya yatırım yapılması, ABD'de Apple, Intel, General Electric, Procter & Gamble'a yatırım yapılması gibi.

Belirsizlikten kaçınma eğiliminde, modern portföy teorisinde yer alan risk minimizasyonu ilkesi, tanıdık olana, kendi ülkelerinin hisselerine yatırım yaparak portföylerinde çeşitlendirme yapmayan yatırımcılar tarafından ihlal edilmiştir.

2.2.4. Başabaş Etkisi

Yatırımları sonucunda kayıp yaşayan yatırımcılar her daim riskten kaçınan bir tavır sergilemezler. Yatırımcılar çoğu zaman kendi kayıplarını kurtaracak kadar bir getiri elde edebilecek şekilde yatırımlarını yaparlar. Örneğin; belirli bir miktar kaybeden yatırımcılara bir iddiaya girip girmeyecekleri sorulduğunda “ya kaybettikleri miktar kadar ya da hiç” seçeneği çoğunluk tarafından seçilmiştir. İnsanlar belirli bir kayıp yaşamış olsalar dahi başabaş noktasına gelinceye kadar risk

almayı göze alabilirler. Başabaş noktasına ulaşma hissi, yılan ısırma etkisinden daha güçlüdür (Nofsinger, 2001: 34).

Kahneman ve Tversky'nin yaptıkları çalışmalarda, yatırımcının kayıplardan sonra riske eğilim arzusuna, referans noktasının veya başabaş noktasına geri dönme fırsatının etki ettiğini bulgulamışlardır. Coval ve Shumway, (1998); Chigago Board of Travel'da işlem gören hazine bonolarına yatırım yapan 426 profesyonel yatırımcı üzerine yaptıkları çalışmada, sabah kaybedenlerin öğleden sonra daha fazla risk almaya istekli olduklarını gözlemlemişlerdir.

Yatırımcıların başabaş noktası daha riskli yatırımlara yönelmelerine fırsat olsa da, yatırımcıların kaybettiği meblağı geri kazanma hırsı ve ısrarı portföylerini olumsuz etkileyebilmektedir. Yatırımcılar başabaş noktasına gelebilmek için riskli yatırımlarını arttırabilir veya normal zamanlarda yatırım yapmayacakları yatırım araçlarını portföylerine dâhil edebilirler. Başabaş noktasına ulaşma arzusu yatırımcıları daha riskli varlıklara yönelterek portföylerinin getirisini de etkileyebilmektedir.

2.2.5. Statüko Yanlılığı

Sahip olunan mevcut mal ve hizmetleri bırakamama eğilimidir. Bireylerin sahip oldukları mal ve hizmete sahip olma fırsatının olduğu aynı mal ve hizmetten daha fazla değer biçmesi ve onları bırakamaması statüko yanlılığı olarak adlandırılmaktadır. Bireyler, mevcut durum ile yeni bir durum arasında karar vermek zorunda kalmayı sevmezler. Çünkü mevcut durum alışılmış, rahattır, yeni durum ise belirsizdir. Örneğin; bir şirkette çalışıyorsunuz ve rakip bir şirket iş teklif etti. Düşünmeniz için de belirli bir süre verdi. Düşündünüz, taşındınız ve bulunduğunuz, çalıştığınız, bildiğiniz şirkette devam edip, ayrılmama kararı aldınız. Mevcut durumu yeni duruma tercih ettiniz. Buna statüko yanlılığı denilmektedir. Statüko yanlılığı üzerine yapılan çalışmalardan elde edilen önemli bir tespit de sahiplik süresi uzadıkça, statüko yanlılığı da artmaktadır.

Thaler vd. (1991); yaptıkları deneylerde bireylerin mevcut, sahip oldukları varlıklara diğer varlıklardan daha fazla değer verdiklerini ortaya koymuşlardır. Thaler öğrencilere yaptığı bir çalışmada öğrencileri iki gruba ayırarak birinci gruba bir fincan verip, ikinci gruba vermemiştir. Daha sonra elinde fincan olan gruba bu fincanı ne

kadara satmak istedikleri soruluyor. Elinde fincan olmayan diğer gruba ise fincan gösterilerek bu fincana ne kadar verebilecekleri soruluyor. Ellerinde fincan olan öğrenci grubu fincana 4,5 dolar fiyat belirlerken, ellerinde fincan olmayan grup 2,25 dolar fiyat veriyorlar.

Statüko yanlılığının yatırım ve yatırımcı davranışları üzerinde birtakım etkileri vardır. Yatırım seçenekleri arttıkça ve karmaşık hale geldikçe statüko yanlılığı da artmaktadır. Yatırımcılar yüzlerce hisse senedi, yatırım fonu ve bono gibi yatırım araçları ile karşı karşıya kalmaktadırlar ve bazen bu karmaşıklık, fazla olma durumu yatırımcıları bunaltmaktadır. Hal böyle iken yatırımcılar bir seçim yapmaktan vazgeçebilirler ve bu da bazen kayıplarla sonuçlanabilir. Yatırımcılar kendilerine yakın hissettikleri yatırım araçlarına karşı sahiplik duygusu ile onları uzun süre ellerinde tutup, statüko eğilimi gösterebilirler. Devamlı aynı hisseleri ellerinde tutmaları veya kendi beklenti risk profillerine uymayan varlıkları sadece statüko eğiliminin verdiği psikolojik bir yanılsamayla ellerinde tutmaları düşük portföy çeşitlendirmesine ve yüksek riske neden olabilmektedir.

2.2.6. Muhafazakârlık

Muhafazakârlık eğilimi, bireylerin yeni bir bilgi ile karşılaştıklarında sahip oldukları mevcut tahmin ve görüşlerini değiştirmekte yavaş davranması ile ortaya çıkan zihinsel bir süreçtir. Bu önyargıya göre, bireyler yeni gelen bilgilere dayanarak önceki bilgilerini güncellemede yavaş davranmaktadırlar. Dolayısıyla yeni gelen bilgilere geç ve yetersiz reaksiyon vermesine neden olarak finansal piyasalarda fiyat sapmalarına yol açmaktadır. Geç ve yetersiz reaksiyon göstermelerinin en temel nedeni yeni bilginin geçici bir bilgi olduğuna inanmaları ve bu yüzden kendi bilgilerine kısmen de olsa bağlı kalmalarıdır. Böylece yatırımcı, portföyündeki varlık dağılımını tamamen değiştirememektedir. Mevcut bilgileri ve gelen yeni bilgileri bir bütün olarak değerlendirip karar verememektedirler. Ayrıca bireylerin muhafazakârlık eğilimi göstermesi yani yeni bilgiler ışığında mevcut bilgilerini güncelleyememesi aşırı güven eğiliminden de kaynaklanabilmektedir (Ritter, 1991: 432).

Muhafazakârlık önyargısı yatırımcıların kısa vadede eksik-yetersiz reaksiyon göstermelerine, uzun dönemde ise temsililik önyargısıyla geri dönüşlere sebep

olmaktadır (Jegadeesh ve Titman, 2001: 11). Örneğin; bir şirket belli bir döneme ait kar veya zarar rakamlarını çok iyi ya da çok kötü olarak açıkladıklarında, piyasa bu bilgilere hemen değil, belirli bir süre sonra önem vermeye başlayacaktır. Dolayısıyla fiyatlar piyasaya gelen bilgileri yansıtmada yavaş olacak ve ancak orta vadede bilgiler fiyatlara yansıtılabilecektir (Charupat ve Deaves, 2003: 10).

Muhafazakârlık eğiliminin yatırımcılar üzerinde birtakım etkileri vardır. Yatırımcılar, mevcut bilgilerinin hatalı olduğuna ve değişmesi gerektiğine yönelik delillerle karşılaşılırsa bunu araştırıp kabul etmede isteksiz davranırlar. Daha sonra araştırıp gerçekten değişmesi gerektiğine inansalar bile bunu düzeltmede oldukça yavaş hareket ederler. Hal böyleyken yatırımcılar yanlış değerlere fazlasıyla bağlı kalıp yenileriyle güncellemede geç kalır ve bu da muhafazakârlık eğiliminin sonucudur (Ritter, 2003: 434).

Philips ve Edwards (1966); insanların yeni bilgiler ışığında karşılaşacakları durumlara ait olasılıkları güncelleyip güncellemediklerini araştırmak amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Bu çalışmalarının sonunda, deneklerin karşı karşıya kaldıkları duruma ilişkin olasılıkları yeni bilgiler ışığında değerlendirdikleri fakat bu değerlendirmenin geç yapıldığı ayrıca eksik ve yetersiz yapıldığı sonucuna ulaşmışlardır. Barberis, Shleifer ve Vishny, yatırımcıların mevcut bilgilerinin ve gelen yeni bilgileri bir bütün olarak değerlendirip yeni bir gelir seviyesi oluşturmada başarısız olduklarını ifade etmektedir.

2.2.7. Bilişsel Çelişki

Biliş, bireylerin kendileri, kendi davranışları veya çevresi ile alakalı olan bilgileri veya düşünceleridir (Aydoğan, 2013: 48). Bilişsel çelişki, bireylerin yeni edindikleri bilgileri ile mevcut bilgilerinin çelişmesi olarak tanımlanan zihinsel bir olgudur. Başka bir ifadeyle bilişsel çelişki; beynin iki zıt düşünce ile mücadele ederken yaşanan strestir. Bireyler, psikolojik acıdan kaçınmak amacıyla kendi düşüncelerine çzıt olan bilgileri göz ardı ederek reddeder veya minimize eder. Reddedilmeyenler ise beyindeki imaja uygun hale getirilmektedir (Akerlof ve Dickens; 1982: 310). Örneğin; çok iyi kararlar alabilen bir yatırımcı olduğunu düşünen bir birey, yatırımlarının sonucunda kötü bir performansla karşılaşılırsa rahatsız edici bir hisse kapılırlar. Buna

bilişsel çelişki denilmektedir. Diğer bir örnek ise çok iyi ve zeki olduğunu düşünen bir bireyin aklına önceden yaptığı kötü bir davranışı geldiğinde rahatsız edici bir hissiyat baş gösterir. Bu da bilişsel çelişki olarak ifade edilebilir.

Bilişsel çelişkinin sonucunda ortaya çıkabilecek ve kayıplara neden olabilecek birtakım davranışlar vardır. Bilişsel çelişki, yatırımcıların kaybeden varlıkları ısrarla portföyünde tutmalarına neden olmaktadır. Çünkü kaybettiklerinde kötü karar aldıklarını görmüş olacaklar ve bu onlarda bir stres ve zihinsel acı yaşatacaktır. Yatırımcılar, bu psikolojik acıdan kaçınmak için kaybedenleri satmamaktadırlar. Yatırımcıların portföylerindeki bir varlığın değer kaybetmesi durumunda “zarar ediyorum” düşüncesi ortaya çıkmakta ve “kâr elde etmek için bu hisseyi almıştım” veya “ben yetenekli bir yatırımcıyım” bilişleri ile devam etmektedir. Dolayısıyla çelişkiden kurtulmak isteyen birey, “kayıp sadece geçici bir durum”, “hisse senetleri tekrar değer kazanacak” türünden bilişlerin oluşmasına sebep olmaktadır ve bilişsel çelişkiden dolayı yaşadığı acıdan kaçınmak adına kaybedenleri satmamaktadır (Heiko, 2001: 13). Ayrıca bilişsel çelişki bireylerin “bu defa farklı olacak” düşüncesine kapılmalarına neden olacaktır.

Bireyler yatırım kararlarının hatasız olduğuna inanırlar. Kendi kararlarıyla çelişen durumlarda insan beyni çelişkili durumları filtreler. Bilişsel çelişkiyi azaltmak için filtrelenmiş negatif bilgileri dikkate almaksızın pozitif bilgiler üzerine yoğunlaşırlar. Bu da negatif bilgilere önem vermedikleri için kararlarını inceleme ve değerlendirme aşamasında yeteneklerini kısıtlayabilir.

2.3. GURUR VE PİŞMANLIK

Yatırımcılar gelecekte gurur duyacakları ve pişman olmayacakları kararlar alma güdüsündedirler. Bu yüzden karar alıcılar pişmanlık yaratacak faaliyetlerden sakınırken, gurur verecek faaliyetlere yoğunlaşmaya çalışırlar. Pişmanlık, tercih edilmeyen seçeneğin aldığımız karardan daha iyi sonuçlar doğurması ve artık değiştirmek için geç kaldığımızı anladığımızda hissedilen acıdır. Pişmanlık negatif bir duygudur. Gurur ise, iyi kararlar alma neticesinde meydana gelen duygusal bir sevinç, zevktir (Nofsinger, 2014: 24).

Psikologlar ve iktisatçılar gurur ve pişmanlığın yatırım kararları üzerinde büyük etkilerinin olduğunu ileri sürmüşlerdir. Negatif bir duygu olan pişmanlık yatırımcılar üzerinde daha derin bir etki yaratmaktadır. Shefrin ve Statman, yatırımcıların psikolojik davranışlarını araştırmışlardır. Çalışmalarında, pişmanlıktan kaçınma ve gurur duyma arzularının yatırımcılarda, kazanan hisseleri kısa sürede satıp, kaybeden hisseleri portföylerinde uzun süre tutmalarına sebep olduğunu gözlemlemişlerdir. Bu duruma “yatkinlik etkisi” denilmektedir.

Özetle bireyler kayıplardan kaçınıp, yatırımları sonucunda verdiği kararlarla gurur duymak isterler. Pişmanlık korkusu ile gurur duyma arzusu, yatırımcılarda kazanan hisseleri satıp, kaybedenleri portföyde uzun süre tutma olarak tanımlanan yatkinlik etkisine yol açar. Bu da yatırımcıların servetine birtakım zararlar vermektedir. Bunlardan ilki; yatırımcılar kazanan hisselerini satmaları sonucu elde ettikleri sermaye kazancına vergi ödemek zorunda kalırlar. Bu vergiler ise yatırımcının karını azaltmaktadır. İkincisi ise; yatırımcıların kazanan hisseleri çok erken satıp, kaybedenleri de çok uzun süre elde tuttukları için portföylerinin getirilerini azaltırlar.

Gurur ve pişmanlık başlığı altında, kayıptan kaçınmaya ve pişmanlıktan kaçınmaya değinilecektir. Kayıptan kaçınma yatırımcıların gurur duygusunu yaşama ve pişmanlık duygusundan kaçınma isteğinden kaynaklanan bir eğilimdir.

2.3.1. Kayıptan Kaçınma

Bireyler kayıptan kaçınma eğilimindedirler. Kahneman ve Tversky (1979) Beklenti Teorisinde değer fonksiyonunda bireylerin kayıp ve kazançlar karşısındaki tutumlarını ele almış ve kayıpların verdiği ızdırabın kazançların verdiği mutluluktan daha çok olduğunu belirtmişlerdir. Kayıptan kaçınma konusunda yapılan çalışmalarda kayıp ihtimalinin kazanç ihtimalinden yaklaşık olarak 2 katı daha fazla güçlü motivasyon kaynağı olduğu bulgulanmıştır. Örneğin; 500 TL kaybederek yaşanacak üzüntü, 500 TL kazanarak oluşacak mutluluktan 2 kat daha etkilidir. Bunun finansal piyasalardaki etkisi, bireylerin servetlerindeki düşüişlere servetlerindeki yükselişlerden daha çok duyarlı olmasıdır.

İnsanların daima riskten kaçındığını savunan geleneksel finansın aksine davranışsal finans, bireylerin riskten ziyade kayıptan kaçındıklarını ifade etmektedir

(Nevins, 2003: 22). Bireyler riskten kaçınmazlar, kayıptan kaçınmak için riskli olan yatırımlara yönelirler. Kahneman ve Tversky (1979) çalışmalarında bunu kesinlik etkisi (certainty effect) olarak ifade etmişlerdir. Bu çalışmalarında deneklere şu alternatifleri sunmuşlar ve seçim yapmalarını istemişlerdir.

** A ve B seçeneklerinden birini tercih ediniz.

A: %33 olasılıkla 2.500 İsrail Poundu kazanma, %66 olasılıkla 2.400 İsrail Poundu kazanma %1 olasılıkla da 0 kazanç

B: %100 olasılıkla 2.400 İsrail Poundu kazanma

Bu soruda 72 denneğin %82'si B seçeneğini tercih etmişlerdir.

** C ve D seçeneklerinden birini tercih ediniz.

C: %33 olasılıkla 2.500 İsrail Poundu kazanma, %67 olasılıkla hiçbir şey kazanmama

D: %34 olasılıkla 2.400 kazanma, %66 olasılıkla hiçbir şey kazanmama

Bu soruda ise 72 denneğin %83'ü C seçeneğini tercih etmişlerdir.

Denekler birinci problemde kesin olan seçeneğe yönelmişlerdir. Daha düşük getiri sağlasa bile kesin olduğu için tercihlerini bu yönde kullanmışlardır. İkinci problemde ise, kayıplarını azaltma güdüsüyle getirisi fazla fakat riski alternatifine göre daha yüksek olan seçeneği tercih etmişlerdir. Bu problemdeki durum da kesinlik etkisini ifade etmektedir.

Kesinlik etkisine göre bireyler düşük getiri sağlayacak olsalar bile kesin veya garanti getiriler içeren seçeneği tercih ederler (Kahneman ve Tversky, 1979: 266).

Kayıptan kaçınma eğiliminde yatırımcıların en büyük hataları, portföyündeki gelir azalışlarına artışlardan daha fazla önem vermesi, daha duyarlı oldukları için, kaybeden hisselerini çok uzun süre ellerinde tutarak kazanan hisselerini kısa sürede satmalarıdır. Kaybeden hisselerinde bekleme eğilimindedirler dolayısıyla bu da portföylerinin getirisini düşürerek olumsuz bir etki yaratmaktadır. Kayıptan kaçınma eğiliminde olan yatırımcılar kazanan hisselerinde hemen elden çıkarmak isterler. Buna "parayı al ve kaç" yöntemi de denilmektedir (Pompian, 2006: 210). Bu düşüncedeki birey değeri yükselen, kazanç sağlayan hisselerin değerinin düşeceğini ve kazancını olumsuz yönde etkileyeceğini ifade eder. Dolayısıyla bu tür yatırımcılar kazanç sağlayan hisseleri elden çıkardıkları için yükseliş trenlerini baltalayıp, olası kazançlarını da kaybetmektedirler.

Odean yaptığı çalışmalar sonucunda kazanan bir hisseyi sattığında, genellikle sonraki yıl bu hissenin piyasa getirisinin %2.35 üstünde getiri sağladığını bulgulamıştır. Bu süre zarfında elde tutulan kaybeden hisselerin de piyasanın altında (-%1.6) performans gösterdiklerini tespit etmiştir (aktaran Nofsinger, 2014: 29).

Bu konuda çalışma yapan Sherfrin ve Statman (1985) kaybeden hisselerin uzun süre portföyde tutulması ve kazanan hisselerin kısa sürede satılması eğilimini ‘yatınlık etkisi’ olarak ifade etmiştir. Kazanç durumunda riskten kaçınan yatırımcılar değeri artan hisseleri çok çabuk satmaktadırlar. Değeri düşen hisseleri ise kayıp söz konusu olduğu için riske girmeyi göze alarak, uzun süre elde tutmaktadır (aktaran Küçükşille, 2004: 50).

2.3.2. Pişmanlıktan Kaçınma

Yatırımcılar kayıplarından dolayı yaşayacakları pişmanlıktan kaçınmak isterler. Pişmanlık, alınan bir karardan sonra, bu karar karşısındaki alternatifin daha iyi sonuçlar doğurması ve alınan kararların değiştirilmesinde geç kalındığının farkına varılması sonucu maruz kalınan kötü bir duygudur. Pişmanlık duygusu gerek finansal piyasalarda gerekse günlük bireylerin aldıkları kararlarda etkili olmaktadır. Hayatın birçok aşamasında iyi ve doğru kararlar verememekten ötürü pişmanlıklar yaşanmaktadır. Örneğin; satın almak istediğimiz bir hisseyi almaktan vazgeçtiğimizde, eğer sonra bu hissenin değeri artarsa pişmanlık yaşanması olası bir durumdur. Veya başka bir örnek; sınavdan düşük puan alan bir öğrencinin az çalıştığı için pişmanlık duyması, eşinden memnun olmayan bir bireyin evlilik konusunda aldığı kararlardan pişmanlık duyması gibi. Bu noktada insanlar bu kötü duyguyu yaşamamak için pişmanlıktan kaçınan bir eğilim içerisinde oldukları yapılan birçok çalışmayla kanıtlanmıştır.

Yatırımcılar pişmanlıktan kaçınma duygularıyla, kaybeden varlıkları çok uzun süre elden çıkarmamakta, kazananları ise kısa sürede satmaktadır. Bu davranışın en önemli sebebi, yatırımcıların değer kaybeden varlıklarının ileride tekrar yükseleceği inancında olmaları ve tüm menkul kıymetlerin ortalamaya döneceği inancında olmalarıdır.

Hersh, Shefrin ve Statman, bireylerin pişmsn olacakları kararlardan kaçınmak istemesini mizaç etkisi (disposition effect) olarak ifade etmişler, yatırımcıların sahip oldukları hisseleri (sahip oldukları hisselerden değeri düşenleri) zararına satmayı kabullenmedikleri için uzun süre tuttuklarını, satmadıklarını bulgulamışlardır (Shefrin ve Statman, 1984: 782).

Barber ve Odean (1999) da insanların pişmanlıktan kaçınmak amacıyla değer kaybeden yatırımlarını ellerinde tuttuklarını, değer kazananları ise kısa sürede sattıklarını ifade etmiştir. Bunun nedenini ise şu şekilde açıklamıştır (aktaran Karan, 2004: 697).

- Yeniden Değerleme İsteği: Yatırımcı değer kazanan varlığını satarak bunlarla yeni yatırımlar yapar ve portföyünde yeniden bir dengeleme ihtiyacı duyar fakat kayıplarını yilsonunda görebilir.
- Düşen Yatırımların Tekrar Yükselineceği Düşüncesi: Yatırımcı olumlu haberler neticesinde aldığı hisse senedinin fiyatı yükseldiğinde, tüm bilgilerin hisse senedine yansıdığını düşünerek varlığını satar.
- Bütün Menkul Kıymet Fiyatlarının Ortalamaya Döneceği Düşüncesi: Yatırımcılar portföylerinde bulunmayan fakat son zamanlarda düşüş eğilimi gösteren varlığı ortalamaya döneceği düşüncesiyle portföyüne almaktadır.

Ferris, Haugun ve Makhija (2002), Aralık 1981-Ocak 1985 zaman aralığındaki NYSE ve AMEX borsalarında işlem gören küçük şirketlerin hisse senetlerinin 6 yıllık verilerini baz alarak yaptıkları çalışmada yatırımcıların değer kazanan hisse senetlerini sattıklarını fakat değer kaybeden hisse senetlerini de uzun bir süre ellerinde tuttuklarını bulgulamışlardır. Dolayısıyla bu borsalardaki yatırımcıların da kayıptan kaçınma eğiliminde oldukları tespit edilmiştir.

Daniel Kahneman, “finansal karar alma mekanizması sadece parayla ilgili değildir. Pişmanlıktan kaçınmak ve gururlanmak gibi manevi güdülerle ilgilidir,” demiştir. Yatırımcı pişmanlıktan kaçınarak, yatırım kararlarının sonuçlarıyla gurur duymak ve güven içerisinde olmayı tercih etmektedir (Zweig, 2011: 17).

Finansal piyasalarda yatırımcılar genellikle pişmanlıktan kaçınma eğilimi gösterirler. Daha önce portföyünde birtakım kayıplar yaşayan yatırımcıların tercihi, daha çok risksiz yatırımlar olacaktır yani muhafazakâr davranacaktır. Bu düşüncede olan yatırımcılar, düşüşte olan piyasalardan uzak duracak ayrıca daha önce düşen ve

portföyünde zarar oluşturan hisselerden de uzak duracak ya da çok temkinli yaklaşacaktır. Bu da olası kazanç fırsatlarını kaçırmaya sebep olabilir. Ayrıca, pişmanlıktan kaçınan yatırımcı ileride kararlarında pişman olmamak için, diğer yatırımcılar gibi davranmaya yeltenebilirler. Bu da sürü davranışına yol açmaktadır.

2.4. HEVRİSTİKLER

Yatırımcıların optimal karar almalarına engel olan psikolojik önyargılardan biri de hevristikler (bilişsel kısa yollar)dir. Geleneksel Finans Modellerindeki rasyonel birey kavramına davranışsal finans savunucuları, psikologlar alternatifler sunarak insanların rasyonel olmadığını ve psikolojik önyargılardan etkilendiklerini ifade etmektedirler. Psikoloji çalışmalarında, beynin analiz edilecek bilgilerin karmaşıklığını azaltmak için kısa yollar kullandığı bulgulanmıştır. Bu kısa yollara hevristik basitleştirme denilmektedir.

Hevristik bireylerin risk ve belirsizlik altında karar alırken başvurdukları strateji veya kısa yol (kestirme yol) olarak tanımlanabilmektedir. Hevristikler sayesinde beyin karmaşık, fazla bilgiyi organize eder ve hızlı bir şekilde bu bilgilerin değerlendirilmesini sağlar. Bu kısa yollar zaman ve pratiklik açısından avantaj sağlasa da, bu süreçte bütün bilgilerin dikkate alınarak değerlendirilememesi, yatırım kararları hakkındaki yanlış çıkarımlara, dolayısıyla yanlış kararlara neden olmaktadır.

Hevristikler rutin kararlarda işlem ve bilgi karmaşıklığını elimine ederek yararlı sonuçlar alınmasını sağlarken, bazen de optimallikten sistematik olarak uzaklaştıran kararlar alınmasına, yani karar hatalarına yol açabilmektedir (Fuller, 1998: 10). Yatırımcılar karar alırken genellikle hevristikleri kullanırlar. Bu hevristikleri kullanmalarının temel sebepleri şu şekilde açıklanabilir (Aronson, 1992: 132):

- Eksik veya yetersiz bilgi karar almada sıkıntı yaratırken, aşırı bilgi de hevristiklerin kullanılmasına yol açmaktadır. Yoğun bilgiyi işleyip, değerlendirmek zor olmaktadır.
- Bireyler, bir karar verme sürecinde yeterli zamana ve düşünme fırsatına sahip değillerse hevristikleri kullanmak kaçınılmaz olmaktadır.

- Bireyler, çok fazla önemsemedikleri ve şans olasılığı içeren yatırımlarda fazla düşünmeden hevristikler yoluyla kararlarını vermektedirler.
- Bireylerin yeterli bilgiye sahip olmamaları da hevristik kullanımına neden olmaktadır.

Bilişsel sınırlamalara sebep olan hevristikler, temsililik hevristiki, aşına olma hevristiki, düzeltme ve dayanak noktası hevristiki (çıpalama) ve mevcudiyet hevristiki olmak üzere dört başlık altında açıklanacaktır.

2.4.1. Temsililik Hevristiki

Temsililik zihinsel kısa yolu yatırımcıların finansal kararlarında etkilendikleri önemli bir kavramdır. Temsililik kavramı, insanların genellikle örneklem büyüklüğünü dikkate almayarak, küçük bir örneklem gurubunun bile bütün ana kütleyi temsil edebilecek yapıda olduğunu ifade etmektedir (Bodie, Kane, Marcus, 2009: 386). Temsililik hevristikinde karar verirken olasılıkları kullanmaktan ziyade, bir şeye benzerlik durumu referans alınarak değerlendirme yapılmaktadır (Montier, 2002: 9).

Temsililik zihinsel kısa yolu, düşünce aşamasında, bir örneğin belirli bir sınıflandırmaya (kategoriye) ait olma ihtimalini, istatistiki bilgileri dikkate almadan, örneği ile prototipi ya da ait olduğu sınıf arasındaki benzerliklere göre değerlendirilmesi ve bahsi olan örneğin prototipinin ya da sınıfının özelliklerini taşıyıp taşımadığının değerlendirilmesi olarak kapsamlı bir şekilde tanımlanabilmektedir (Otluoğlu, 2009: 29).

Temsililik hevristikine ilişkin Kahneman ve Tversky (1973: 238) çalışmasından bir örnek verecek olursak: Tom W adlı, hayali bir karakterin özellikleri deneklere anlatılarak, bu kişinin eğitim aldığı branş ile ilgili tahminde bulunmaları istenilmiştir. Tom W, yüksek bir zekâ düzeyine sahip olan, ilgilendiği, uğraştığı olayları titizlikle ve detaylı bir şekilde inceleyen, insanlarla az iletişim kuran yani etkileşimde bulunmaktan hoşlanmayan, yazma becerisi gelişmiş olan, içe dönük yapısı olan bir insandır. Bu özellikleri açıkladıktan sonra, deneklerden Tom W'nin eğitim aldığı branşı ile ilgili tahminde bulunmalarını istemişlerdir. Deneklerin büyük çoğunluğu Tom W'nin mühendis olduğunu ifade etmişlerdir. Çünkü onların kafasındaki mühendis tiplmesi ile bu anlatılan özellikler uyumaktadır. Sadece

kafalarındaki mühendis tiplemesine göre karar veren bu denekler temel oranları yani o dönemdeki mühendislik mezunlarının oranı vs. gibi istatistiki bilgileri göz ardı ederek tahminde bulunmuşlardır. Mühendisliğin temsil edici niteliklerini göz önünde bulundurarak tahminleme yapmışlardır. Deneklerin çok az bir kısmı da sosyal bilimler alanında eğitim gördüğüne dair tahminde bulunmuşlardır.

Başka bir örnek ise, uzun saçlı, salaş giyimli bir insanın doktor olma ihtimalini, çoğu yatırımcının yalnızca beynindeki temsili doktor özelliklerini dikkate alarak karar verdiği için düşük tahminlerken, bu kişinin Rock'cı olma ihtimalini yüksek veya kısa saçlı, gözlüklü, traşlı birinin bir müzik grubunun bateristi olma ihtimalinin düşük tahminlenmesi temsili kısa yolundan kaynaklanmaktadır. Fakat her zaman kafamızdaki temsili modele göre düşünmek doğru sonuçlara götürmemektedir.

Temsililik hevristikinde bireyler “küçük sayılar kanununa” göre kararlar alırlar. Küçük sayılar kanununa göre ana kütlede alınan bir örneklem gurubu, popülasyonu (ana kütle) büyük oranda temsil etmektedir. Dolayısıyla yatırımcılar küçük bir örneklem gurubuna bakarak bütün popülasyon hakkında çıkarımda bulunurlar (Bostancı, 2003: 20). Örneğin; yatırımcılar hisse senedinin geçmiş 3 yıllık trendine bakarak gelecekle ilgili kararlar verebilmektedirler. Geçmiş 3 yılda ortalamanın üzerinde getiri sağlayan bir hisse senedinin gelecekte de yüksek getiri sağlayacağını düşünmektedirler. Yalnızca, 3 yıllık verilerle çıkarımda bulunmak küçük sayılar kanununu baz alan temsili hevristik için mantıklı olsa da, bu veriler çıkarımda bulunabilmek için oldukça yetersizdir. İnsanlar, tersi durumda yani 3 yıl kötü performans sergilemiş bir hissenin de kaybeden bir hisse olduğunu düşünürler. Yani bireyler, gelecekteki belirsizlik içeren durumlarla ilgili tahminlerinde geçmişin verilerinin kısa bir tarihçesine bakarlar (Shleifer, 2000: 11). Ayrıca bireyler temsili kısa yoluna aşırı derecede önem vermekte ve istatistiksel temel oranları dikkate almamaktadırlar (Tversky ve Kahneman, 1974: 1125).

Temsililik hevristik karar verme aşamasında yararlı bir zihinsel kısa yoldur fakat istatistiksel temel oranların dikkate alınmaması birtakım hatalı değerlendirmelere ve hatalı yatırım kararlarına yol açmaktadır. Örneğin; temsili kısa yolunu kullanan yatırımcılar değerlendirme yaparken geçmişte kazandırmış hisselerin gelecekte de kazandıracığı inancındadırlar ve bu hisseler aşırı reaksiyon gösterirler. Fakat bu durum zamanla tersine dönerek fiyatlar ortalamaya doğru yaklaşmaktadır. Özetle,

firmalar geçmiş performansları gelecek performansların temsilcisi olarak görürler. Hızla büyüyen firmalar kendilerini büyük bir rekabetin içinde bulurlar ve bu durum o firmaların büyüme oranlarında düşüşe neden olur. Bekledikleri performansları yatırım yaptıkları bu hisselerden göremeyen yatırımcılar ise hayal kırıklığına uğramaktadırlar.

Temsililik kısa yolunu bir başka örnek ile Shefrin (2007) de açıklamıştır. Bir madeni parayı 5 kez havaya fırlatırsak ve beşinde de yazı gelirse, 6. defa fırlatıldığında yazı ya da tura gelme olasılığı sorulmuştur. Denekler istatistiksel olarak olasılığın %50 olmasını dikkate almaksızın yine yazı gelme olasılığını yüksek bulmuşlardır. Davranışsal finansta ‘kumarcı yanılığı’ olarak ifade edilse de Shefrin bu olaydaki kararların temsillik kısa yolunun bir sonucu olduğunu ifade etmiştir.

Monteir (2002); de temsillik kısa yolunu güzel bir örnekle açıklamıştır. Yatırımcılar güçlü firmaların hisselerini iyi hisselerle eşleştirmektedirler. Yatırımcılara göre iyi bir firma yüksek getiri sağlarken kötü bir firma da az ve yetersiz kazanç sağlamaktadır. İyi şirketlerin hisselerinin de iyi olacağı algısı bu hisselere yüksek tutarlar ödenmesine ve aslında iyi getirisi olan fakat favori olmayan firmaların hisselerinden kaçınılmasına neden olmaktadır. Yatırımcıların bu algısı hatalı davranışlara yol açmaktadır. Bir firmanın iyi olması onun hisse senetlerinin yüksek getiri sağlayacağını garantisini vermez. Bu yüzden temsillik eğilimi içerisinde olan yatırımcılar iyi firmanın hisseleri de iyidir düşüncesiyle yanlış ve hatalı yatırımlar yapabilmektedirler.

2.4.2. Aşına Olma Hevristik

Bireyler kendilerine tanıdık gelen, aşına oldukları durumları ve olayları, hakkında bilgi sahibi olmadıkları olaylara ve durumlara tercih etmektedirler. Belirsizlik ve risk altında karar almak zorunda olan bireyler iki riskli seçenekle karşı karşıya kaldıkları zaman, eğer seçeneklerden biri hakkında daha fazla bilgiye sahiplerse tercihlerini bu seçenektan yana kullanmaktadırlar. Kazanma ihtimali aynı olan iki durumdan hangisi hakkında daha fazla bilgi sahibi iseler yani hangi seçenek aşına geliyorsa onu tercih etmektedirler. Getirileri, kazanma olasılıkları daha düşük olsa bile, bazen daha aşına oldukları durumları ve olayları seçmektedirler (Nofsinger, 2001: 117).

Aşına olma ön yargısı yatırımcıların düşük çeşitlendirme yapmasını tetiklemektedir. Yatırımcılar daha fazla bilgi sahibi oldukları hisseleri seçerek kendilerini kısıtlamakta ve bu da düşük çeşitlendirmeye neden olmaktadır. Örneğin; bir firma çalışanının çalıştığı firmanın hisselerine portföyünde ağırlıklı olarak yer vermesi gibi. Çünkü yatırımcı o hisseye aşına olduğu için o hisseyi orada çalıştığından ötürü sahiplendiği için ona aşırı güvenmekte ve beklenen getirisi ile riski hakkında aşırı iyimserlik eğilimi sergilemektedir. Aynı şekilde, aşına olmadıkları hisselerle karşı da oldukça kötümser davranmaktadırlar. French ve Poterba (1991)'nın ABD'de emekli yatırımcılar üzerine yaptıkları bir çalışmaya göre, emekli olan yatırımcıların en fazla talep ettikleri hisse senetleri emekli olmadan çalıştıkları şirketin hisseleridir (French ve Poterba, 1991 :222-224).

Aşinalık ön yargısı, bireylerin risk algısını da etkilemektedir. Yatırımcılar aşına oldukları hisseleri daha düşük riskli olarak düşünürler. The Morningstar.com internet sitesi yatırımcılarına şöyle bir soru sormuştur. “(1) sizin firmanız (2) tüm hisse senedi piyasası” seçeneklerinden hangisinin değerinin yarısını kaybetme ihtimali daha yüksektir?” Bu soruya 1000'den fazla yatırımcı cevap vermiş ve sadece %16.4'ü firmalarının hisse senetlerinin tüm hisse senedi piyasasından daha riskli olduğunu düşündüklerini ifade etmişlerdir. Fakat hiçbir firma bütün hisse senedi piyasa kadar çeşitlendirilmiş bir portföye sahip değildir. Görüldüğü gibi aşinalık ön yargısı bireylerin risk ve getiri algısını etkilemektedir. (Nofsinger, 2014: 92-93).

Merrill Lynch her ay fon yöneticilerine dünya çapında anket uygulamaktadır. Avrupa kıtasında yaşayan fon yöneticileri, kendi ülkelerindeki hisse senedi kazançlarının Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere ve Japonya'dakinden daha yüksek bir getiri sağlayacağını düşünerek kendi ülkelerindeki hisselerle daha çok yatırım yapmaktadırlar. Benzer şekilde İngiltere'deki fon yöneticileri de kendi ülkelerindeki hisse senedi getirilerinin daha yüksek olacağını düşünerek yerel olana yatırım yapmaya ağırlık vermişlerdir. Yatırımcılar kendi ülkelerindeki hisselerle daha çok güvenmekte ve portföylerinde ağırlıklı olarak kendi ülkelerinin hisselerini bulundurmaktadırlar. Yani tanıdıkları hisselerle daha çok güvenmektedirler (Nofsinger: 2014: 89). Yabancı hisselerle de portföylerinde az da olsa yer vermektedirler.

Grinblatt ve Moskowitz (1999: 99) Finlandiyalı yatırımcılar üzerine bir çalışma yapmıştır. Araştırma sonuçlarına göre yatırımcıların hem kendi ülkelerindeki firmaların hisselerine daha fazla yatırım yaptıklarını hem de yaşadıkları coğrafi bölgeye yakın olan firmaların hisselerine daha çok yatırım yaptıklarını bulgulamışlardır.

Aşına olma ön yargısı yalnızca bireysel yatırımcıları etkileyen bir durum değildir, zengin bilgi kaynaklarına ve değerlendirme yöntemlerine sahip olmalarına rağmen profesyonel yatırımcılar da bu ön yargılardan etkilenmektedirler. Merrill Lynch fon yöneticileri üzerine yaptıkları çalışmayla bunu kanıtlar nitelikte sonuçlar elde etmiştir.

Yatırımcıların, yatırım alanlarında çok çeşitli alternatiflerle karşılaşması beyinlerinde karmaşıklığa yol açarak ya seçim yapmamalarına ya da aşinalık zihinsel kısa yolunu çok fazla kullanmalarına yani varlıklarının büyük bir kısmını yerel, bölgesel, kendi çalıştıkları firmaların hisselerine yatırım yapmalarına neden olmaktadır.

2.4.3. Çıpalama ve Düzeltme Zihinsel Kısayolu

Referans noktası, bireylerin bir başlangıç değerinden hareket ederek ve bu değer üzerinden aşağı yukarı hareketlerle düzeltmeler yaparak yani güncelleyerek son kararlarını verdikleri konumdur (Pech ve Milan, 2009: 895). Söz konusu başlangıç değeri, sorunun formülasyonunda var olabileceği gibi, basit hesaplamalarla da tespit edilebilir. Yatırımcılar belirsizlik altında verdikleri kararlarında kendilerine bir referans noktası belirleyerek, tahminlerini bu referans noktasına çapa atarak yaparlar. Çapa attıkları bu referans noktası yatırımları ile ilgisiz ve hatalı bir değer olarak belirlenmişse doğru tahminleme de yapamazlar. Referans noktası geçmişteki gözlemlerden, tecrübelerden yola çıkılarak belirlenebilmektedir. Örneğin; yatırım yapılacak olan varlığın önceden gerçekleşmiş bir değeri gibi (hisse senedinin satın alma fiyatı, geçmiş yıllara ait maksimum fiyat).

Hammond, Keeney ve Raiffa (1998: 1-11) geçmiş olay ve trendlere göre oluşturulan referans noktasına dayanarak yapılan çıpalama türünün en çok rastlanan çıpalama türü olduğunu belirtmişlerdir. Bireyler geçmiş yılların verilerine göre

gelecekteki tahminlerini yapmakta ve kendilerine buna göre bir referans noktası belirlemektedirler. Örneğin; bir pazarlamacının gelecek yıllar için bir satış tahminlemesi yapmak için geçen yılki satış hacmini referans alması gibi. Hızla değişen piyasada, bunun hatalı bir tahminleme olacağı su götürmez bir gerçektir. Başka bir örnek ise 1980'li yıllarda güçlü bir ekonomik yapıya sahip olan Japonya için referans noktası oluşturan ve Japonya firmalarının uzun süre yüksek performans sergileyeceğini düşünen yatırımcılar da 1980'li yıllardan sonra Japon firmalarının durgunluk sürecine girmeleri ile hayal kırıklığına uğramışlardır. Dolayısıyla yatırımcılar geçmiş tahminlerine göre bir referans noktası oluşturmakta, bu noktaya göre aşağı yukarı yönlü düzeltmeler yapmaktadırlar. Bu da çıpalama hevristikinden kaynaklanmaktadır.

Çıpalama konusunda yapılmış birçok çalışma mevcuttur. Kahneman ve Tversky (1974: 1128) çıpalama kısa yolunu açıklamak üzere yaptıkları araştırmalarında, iki öğrenci grubunun göz önüne aldıkları referans noktasının verdikleri cevapları, bu cevapların sonuçları nasıl etkilediğini araştırmışlardır. İki gruptaki öğrencilerden 5 saniye içerisinde bu sorunun cevabını tahmin etmelerini istemişlerdir. Birinci gruba $8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2 \times 1$, ikinci gruba ise $1 \times 2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8$ çarpma işlemlerinin sonucunu 5 saniye içinde söylemeleri istenmiştir. Deneklerin bunu 5 saniyede yapma zorunlulukları bir zaman kısıtlaması olduğunu göstermekte ve haliyle uzun hesaplamalar yapmaktan ziyade hevristikler kullanmaya yöneltmektedir. İşlemin birkaç basamağına göre bir dayanak noktası belirleyip, bu dayanak noktasına göre tahminde bulunmuşlardır. Birinci gruptaki işlemin başlangıcı yüksek rakamlar içerip azalan bir diziye sahip olması daha yüksek bir sonuç tahmin edilmesine neden olurken, ikinci gruptaki işlemin başlangıcı küçük rakamlardan oluştuğu için düşük tahmin edilmesine neden olmuştur. Birinci grubun tahminlerinin ortalaması 2.250, ikinci gruptaki tahminlerinin ortalaması 512'dir. Doğru cevap ise 40320'dir. Birinci ve ikinci gruptaki deneklere cevaplarının yanlış olduğu, düşük tahminde buldukları söylenmiştir. Bu durumda düzeltme yaptıklarında bile doğru cevabı yine ilk tahminlerine göre yaptıkları yani ilk tahminlerini referans alarak düzeltme yaptıkları görülmüştür. Baştaki dayanak noktaları küçük olduğu için düzeltme yaptıklarında dahi sonuçların yine küçük tahmin edildiği bulgulanmıştır. Kahneman ve Tversky'nin bir başka deneyinde ise deneklerden Birleşmiş Milletlerdeki (BM) Afrikalı ülkelerin

oranlarını yüzdesel olarak tahmin etmeleri istenilmiştir. Deneklere 1'den 100'e kadar sayıların bulunduğu bir çarkifelek düzeneği oluşturulmuş ve çarkifeleği döndürdükten sonra BM'deki Afrikalı ülke oranlarını tahmin etmeleri istenilmiştir. Çarkifelekten çıkan sayılarının medyanı 10 olan grubun tahmin medyanı %25 olurken, çarkifelekten çıkan sayıların medyanı 65 olan grubun tahmin medyanı da %40 olmuştur. Çarkifelekten çıkan sayılar ile BM'deki Afrikalı ülke oranları arasında bir bağ olmamasına rağmen denekler çarkifelekte gelen sayıları referans alarak tahminlemelerini yapmışlardır. Özetle, yatırımcılar kararlarında etkili olmayan bir bilgiyi önemseyerek kararlarında bu bilgiyi bir değişken olarak dikkate almışlardır.

Çıpalama hevristik, muhafazakârlık yardımıyla eksik yetersiz reaksiyona neden olmaktadır. Edwards (1968) muhafazakarlık eğilimini, bireylerin yeni durumlar karşısında inanç ve tutumlarını değiştirmede yavaş hareket etmesi olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla tutuculuğun sonucunda bireyler olaylara sabitlenir, pozisyon değiştirmede yavaş tutumlar sergiler (Ritter, 2003: 5). Bireyler, yeni gelen bilgilere çıpalama hevristikinin de etkisiyle tutucu bir tavır sergileyip, eksik yetersiz reaksiyon göstermektedirler. Eksik yetersiz reaksiyon yeni gelen bilgilere anında tepki verilememesi durumudur.

Çıpalama eğilimi yatırımcıların davranışlarında sık görülen bir durumdur. Bir finans uzmanının bir varlık hakkında yaptığı fiyat tahmini, yatırımcıların bu fiyatı baz almasını sağlamaktadır. Yeni şartlar dikkate alınmaksızın yatırımcılar varlığın fiyatının odaklandığı bu seviyeye ulaşacağı beklentisine girerler ve bu onlar için bir yanılgı oluşturur. Yani çıpalama, fiyat stratejileri açısından önem teşkil etmektedir. Günlük hayattaki bazı durumlarda pazarlık yapılırken de çıpalamadan faydalanıldığı görülmektedir. Örneğin; bir ev veya araba satmak isteyen birini düşünelim. Satıcılar, ilk etapta bu ev veya arabasını talep edenlere yüksek fiyat söylerler. Alıcı ile satıcı arasında gerçekleşen pazarlıkla bu fiyat yavaş yavaş düşürülür. Burada satıcının amacı ilk etapta söylediği yüksek fiyata alıcının algısını odaklamaktır. Böylece alıcıya makul bir fiyatla ev veya araba aldığını düşündürmektir.

2.4.4. Mevcudiyet Hevristiki

Mevcudiyet hevristiki bireylerin bir olayın gerçekleşme olasılığını o olayı hatırlanabilme, akla geliş kolaylığı ile değerlendirmesi imkânı veren etkili fakat yanılma payı yüksek bir zihinsel kısa yoldur. Mevcudiyet hevristikine göre kolay hatırlanabilen olayların gerçekleşme olasılığının daha yüksek olduğu düşünülür. Bu kısımda açıkladığım diğer hevristikler gibi mevcudiyet hevristiki de bireyleri yanlış kararlara yönlendirebilir. Mevcudiyet kısa yolu ile ilgili yapılan bir çalışmada deneklere aşağıdaki olaylardan en çok ölüme sebep olanı seçmeleri istenilmiştir. “Akciğer kanseri” ile “trafik kazası” olaylarından birini seçmeleri istenildiğinde deneklerin verdiği cevaplar şöyle olmuştur. Deneklerin %43’ü akciğer kanserini, %57’si ise trafik kazasını seçmişlerdir. Fakat gerçekte 140.000 kişi akciğer kanserinden ölürken, 46.000 kişi de trafik kazasından hayatını kaybetmektedir. Akciğer kanseri vakalarının basında yer alma sayısı çok az iken, trafik kazaları hemen hemen her gün basında yer almaktadır. Dolayısıyla kamuoyunda her gün duydukları haberleri daha sık gerçekleşiyormuş gibi düşünerek o seçeneği seçmişlerdir. Bir olay akla çabuk geliyorsa, kamuoyunda çok söz ediliyorsa, bireyler o olayın yaygın olarak meydana geldiğini düşünmektedir.

Mevcudiyet kısa yolunun tespitine yönelik yapılan bir diğer araştırma ise Amerika Birleşik Devletleri’nde Monteir (2002: 12) yapılan bir çalışmadır. Deneklere Amerika’da uçak kazası sonucu mu, köpek balığının ısırması sonucu mu ölme ihtimalinin daha fazla olduğuarafından sorulmuştur. Deneklerin çoğu köpek balığı saldırısından kaynaklanan ölümlerin olasılığının daha yüksek olduğunu ifade etmiştir. Çünkü köpek balığı saldırısı ile ilgili haberler uçak kazası ile ilgili haberlere nazaran kamuoyunda daha fazla yankılandığı için, daha fazla gündeme getirildiği için ve köpek balığı kazası ekstrem bir olay yani ilginç bir olay olduğu için hatırlanması daha kolay olmaktadır. Oysaki uçak kazası sonucu ölme olasılığı köpek balığı saldırısı sonucu öle ihtimalinden %30 daha fazladır.

Hem Amerika’da yapılan çalışmaya hem de akciğer kanseri ve trafik kazası ölüm olasılıkları üzerine yapılan çalışmaya bakıldığında bireylerin güncel bilgiler içeren durumlara, dikkat çeken, ilginç ve somut örnekleri bulunan olaylara daha fazla rağbet ettikleri görülmektedir. Bunun yanı sıra istatistiki bilgileri, temel oranları ihmal

etmekte, bunlara daha az ilgi göstermektedirler. Kahneman ve Tversky yaptıkları bir çalışmada deneklere İngilizce metinde bir kelimenin 'k' harfi ile başlama olasılığı mı, üçüncü harfinin 'k' harfi ile başlama olasılığının mı daha fazla olduğunu sormuşlardır. 152 denekten 105'i ilk harfin 'k' olma ihtimalini üçüncü harfin 'k' olma olasılığından daha yüksek olduğunu düşündüklerini ifade etmişlerdir. Oysaki İngilizce bir metinde üçüncü harfi 'k' ile başlayan kelime sayısı ilk harfi 'k' ile başlayan kelime sayısına göre iki kat daha fazladır. Denekler mevcudiyet kısa yolunu kullanarak kolay hatırladıkları, kolay ulaşabildikleri seçeneği tercih etmişlerdir (Kahneman ve Tversky, 1982: 166-167).

Mevcudiyet hevristikine 'aşinalık' ve 'göze çarpma' kavramları da katkı sağlamaktadır. Örneğin; Kahneman ve Tversky'nin (1982); yaptıkları diğer bir çalışmada iki denek grubuna iki farklı liste gösterilmiştir. Listenin birinde daha fazla kadın ismi yer almasına rağmen erkeklerden ünlü olanların isimlerine yer verilmiştir. Bu listenin gösterildiği grup erkek sayısının daha fazla olduğunu ifade etmiştir. Oysaki kadın sayısı daha fazladır. Fakat deneklerin gözüne çarpan, aşına oldukları, onlara tanıdık gelen erkek isimlerinin varlığı sayıca onların daha üstün olacağını düşündürmüştür. Diğer listeye ise çok sayıda erkek ismi ve az sayıda ise ünlü kadın isimleri yazılmıştır. Bu listenin gösterildiği denek grubu ise sayıca kadınların fazla olduğunu ifade etmişlerdir.

Mevcudiyet hevristikisi finansal piyasalardaki yatırımcıları da etkiler. Örneğin; bireyler yatırım yapmak istedikleri varlığın gerçek değerinden ziyade, o varlıkla ilgili en kolay hatırlayabilecekleri güncel açılış kapanış fiyatlarını veya kolay hatırlayabildikleri hafızalarında yer alan kayıp ve kazanç durumlarını baz alarak değerlendirme yaparlar. Mevcudiyet hevristikisi olayın meydana gelme frekansı ve ihtimali ile ilgili yararlı bilgiler sunarken, bazen de ciddi hatalar yapılmasına neden olabilmektedir. Bireyler, birtakım bilgilere fazla önem verip kararlarını ona göre yönlendirirken, bazı bilgilere önem vermemektedirler (Döm, 2003: 46).

Pompian mevcudiyet kısa yolunun yatırımcı davranışlarına etkilerini şu şekilde 4 başlık halinde açıklamıştır. Bunlar (Pompian, 2006: 94-97):

Elde edilebilirlik(ulaşılabilirlik): Her daim olmasa da bireyler bazı zamanlar erişebildikleri bilgilere daha çok güvenirlir. Yatırımlarını da bu bilgileri baz alarak

yaparlar. Örneğin; en iyi yatırım fonu olarak muhtemelen en fazla reklamı yapılan, daha kolay hatırlayabildikleri fonları seçerler.

Sınıflandırma: Yatırımcılar beyinlerinde sınıflandırdıkları varlıklara yatırım yaparken sınıflandırmadıkları varlıkları hatırlamaları zor olduğundan onları göz ardı ederek görmezden gelmektedirler.

Tecrübeleri Dar Aralıklandırma: Yatırımcılar, yatırım kararlarını hayat tecrübelerine dayanarak alırlar. Eğer yatırımcı kısıtlı bir tecrübeye sahipse hatalı davranışlar sergileyip yanlış yatırım kararları alabilmektedir.

Yankılama: Yatırımcılar, karakterleri ve kendi fikirleriyle örtüşen yatırımlara önem verip, örtüşmeyen yatırımları ise kazançlı bir yatırım fırsatı da olsa önemsememektedirler. Savurgan olmayan, tutumlu bir yapıya sahip bireyin yüksek fiyatlı hisse senetlerine (yüksek fiyat/kazanç çarpanı olsa dahi) yönelmemesi gibi.

Özetle, mevcudiyet kısa yolu bireylerin belirsizlik altında karar alma süreçlerinde karşılaştıkları seçenekleri, bu seçenekle ilgili hafızasındaki bilgileri hatırlama derecesine göre geri çağırarak analiz etme eğilimidir. Hangi seçenekle ilgili hafızasında daha fazla bilgi yer alıyorsa bunun gerçekleşme ihtimalini daha yüksek olarak değerlendirip ona yönelmektedir. Fakat hakkında bilgi sahibi olmadıkları seçeneği daha düşük değerlendirerek buna yaklaşmama eğilimindedirler.

Bu kısımda bahsedilen temsililik hevristik, aşına olma hevristik, çıpalama hevristik ve mevcudiyet hevristik, bireylerin günlük hayatlarında çoğu zaman kullandıkları, kimi zaman faydalı olan, kısa zamanda doğru sonuçlara ulaştıran kısa yollar iken, bazı zamanlar da ön yargılara sebep olan zihinsel kısa yollar olarak görülebilmektedir.

2.5. ZİHİNSEL(MENTAL) MUHASEBE

Muhasebe, ekonomik faaliyetlerde bulunan tüm işletmelerin mali işlemlerini kaydeden, sınıflandıran, özetleyip rapor eden ve sonuçları yorumlayarak analiz eden bir bilim dalıdır. İşletmeler mali nitelikteki işlemlerini muhasebe hesaplarıyla düzenlemekte ve kaydedip sınıflandırmaktadır. İnsanlar da işletmelerin muhasebe kullanımına benzer olarak parasal işlemlerinde karşılaştıkları seçeneklere ait sonuçları kaydeder, sınıflandırır ve değerlendirir. Yani bireylerin bir zihinsel muhasebe sistemi mevcuttur. Zihinsel muhasebe konusunda yapılan birçok çalışmada paranın insan

zihninde eşit değerde olmadığı tespit edilmiştir. Para, kazanılma, biriktirilme ve harcanma biçimlerine göre farklı şekillerde sınıflandırılmaktadır. Yani birey parayı kaynağına, nereden geldiğine, nerede biriktirildiğine ve nerelere harcanıldığına bakarak sınıflandırır. Bireyler aynı miktar parayı farklı şekillerde algılayabilirler, çünkü her biri beyninde farklı hesaplamalar yapar ve para harcanırken paranın kaynağı önem arz eder.

Zihinsel muhasebe kavramını literatüre kazandıran Thaler (1999: 199) “para kaynağına göre farklı değerlendirilir” demiştir. Thaler, zihinsel muhasebeye göre bireylerin paraları nereden geldiğine ve niçin harcandığına göre kategorize ederek kararlar aldığını ve bunun da insanları rasyonaliteden uzaklaştırdığını ifade etmiştir. Parayı kaynağına göre etiketleyen aslında bireylerin kendisidir. Bireyler parayı kolay para, plastik para, kaydi para, kirli para, bedava para şeklinde etiketlendirmektedirler. Örneğin, bireyler elektrik, telefon veya su faturalarını maaşlarından öderken, aldığı bir televizyonu da ikramiyeden ödemesi gibi. Veya eşit miktar harcamayı kredi kartıyla öderken, nakit ödemekten daha rahat olunması da bu duruma verilecek örneklerden biridir. Hepsinde ödenmesi gereken bir meblağ var fakat nereye ödendiği, paranın kaynağının nereden geldiği harcamalarda önem teşkil etmektedir. Paraya; harcama biçimimize göre olumlu ya da olumsuz etiketler atfedebiliriz. Örneğin; çok sevdiğimiz değer verdiğimiz bir kişinin ölümünden ya da ağır hastalığından önce elimize geçen paraya negatif bir his duyacağımızdan bu parayı eğlence türü harcamalarında kullanmayız. Aynı para olmasına rağmen bu paraya negatif duygular atfedildiği için genellikle bağış olarak ya da sadaka olarak verilmektedir. Aynı para olmasına rağmen diğer paralardan farklı anlamlar yüklenip farklı değerlendirilerek harcaması ona göre yapılmıştır.

Zihinsel muhasebe kavramından ilk bahseden ve bireylerin yatırımlarında zihinsel muhasebeden etkilendiği görüşünü savunan Thaler (1999: 184); mental muhasebeyi üç bileşene dayandırarak değerlendirmiştir. Mental muhasebenin ilk bileşeni; yatırım kararı verilecek alternatiflerin nasıl algılandığını, kategorize edildiğini, kararların alınış biçimini ve değerlendirme sürecini kapsamaktadır. İkinci bileşeni ise, mental muhasebe süreci yatırımcıların her bir yatırımı ayrı ayrı düşünmesine neden olmaktadır. Yani insanlar her bir olayı zihinlerinde ayrı bir hesapta tutarlar. İnsan beyninin dosya dolabına benzeyen bir muhasebe sistemi kullandığını

düşünelim. Her bir karar, olay ve sonuç bu dosyanın farklı klasörlerinde kodlanmış, kaydedilmiştir. Gerçek muhasebeye benzer şekilde gelirler ve giderler farklı muhasebeleştirilir. Giderler eğitim giderleri, sağlık giderleri, gıda harcamaları gibi tüketim çeşitlerine göre ayrılırken, gelirler de nakit akışları yani olağan ve olağan olmayan gelirler ve birikimler yani hâlihazırda nakit para gayrimenkuller olarak kategorize edilir. Üçüncü bileşen ise zihinsel hesapların gözden geçirilme sıklığını kapsamaktadır. Metal hesaplar günlük, haftalık ve aylık olarak değerlendirilebilmektedir.

Mental muhasebe bireylerin rasyonellikten uzaklaşmasına sebep olmaktadır. Paranın kaynağına göre değer kazandığı bir zihinde haliyle kolay kazanıldığı düşünülen ya da hiç hesapta olmayan bir paranın harcanması kolay olacak ve harcamalar artmış olacaktır. Örneğin; satış fiyatı 650 TL olan bir çantayı beğenen kişi, kendisine göre bu fiyatı çok yüksek bularak bunu almanın savurganlık olacağını düşünür ve almaz. Daha sonra eşinin aynı çantayı doğum günü hediyesi alması üzerine çok sevinen bayan, o an paranın kendi cebinden çıkmadığı algısına kapılır. Aslında eşi ile ortak bir banka hesabı olan bu çiftin gelirinde bir azalma meydana gelmiştir (Thaler, 1985: 200).

ABD'nin Nevada dolaylarında anlatılan bir hikâyeden bahsetmek zihinsel muhasebenin işleyişine daha iyi hâkim olunmasını sağlayacaktır. Amerikalı çiftlere sunulan Las Vegas 'ta balayı yeni evlenen çiftler için güzel bir histir. Oradaki birçok kumarhane de bu hisleri kullanarak çiftlere çok makul fiyatlara hatta bedavaya bile konaklama imkânı sunmaktadırlar. Hemen hemen bütün çiftler için cazip olan bu teklif genellikle kabul edilmekte ve çiftler buraya gelmeden önce Las Vegas kumarhanelerine hiç uğramama veya uğrasa da çok küçük bir miktar oynayacaklarına dair konuşmuşlar ve anlaşmışlardır. Fakat bu anlaşma çoğu zaman teoride kalmıştır. Çünkü tüm ambiyans kumarhaneyi hatırlatıcı ve cezbedici şekilde organize edilmiştir. Konaklamaya başlayan çiftte 200 dolarlık ücretsiz fiş bile hediye olarak verilmiştir. Bu ücretsiz fişlerle başlayan çift, tatilde harcamak için yanlarında buldukları paraları, hatta tedbir amaçlı sakladıkları paraları bile masada kaybetmişlerdir. En son kıyıda köşede 5 dolar bulan çift bu 5 dolarla kumara kaldığı yerden tekrar devam etmiştir. İlk etapta bu 5 dolara karşılık 175 dolar kazanan adam, 175 dolarla oyuna devam etmiş ve 6.125 dolar olmuştur. Bu defa 6.125 dolarla devam eden adam 214.375

dolar kazanmıştır. Kaybettiği paralar bir tarafa dursun belki de ömrün de hiç bu kadar parası olmamıştır (Özerol, 2011: 34-39). Ama bu bir kaydi para bunu masanın üzerinde bir nakit olarak görmediği için bu parayı gerçek değerinden çok daha düşük algılamaktadır. Ve tüm parası ile tekrar oynar. Bu defa 5 dolar dâhil tüm parasını kaybetmiştir. İşte burada zihinsel muhasebe yapılmıştır. R. Thaler (1999: 183), her paranın insan zihninde aynı değerde olmadığını, kaynağına ve harcanma biçimine göre farklı değerler aldığını ifade etmiştir. Kumardan kazanılan bu para da kaydi para olarak görülüp masanın üzerinde bir nakit olmadığı için kazanan gerçek değerinin çok altında bir değer biçip daha kolay riske atmıştır. Kumardan kazanılan kazançla riske girmek bu şartlarda çok daha kolay olmaktadır.

Zihnimizde aynı paranın farklı kalemlerde muhasebeleştirilmesine verilebilecek bir başka örnek ise; ülkemizin divalarından Sezen Aksu'nun bulunduğu şehirde bir konser vereceğini düşünelim. Bu konsere gitme kararı aldığınızı ve bilet ücretinin 80 TL olduğunu varsayalım. Telefon ederek bileti rezerve ettiniz ve konser salonunun girişinden satın alacaksınız. Konser günü geldi ve salonun kapısına bileti satın almak için yaklaştığınızda bileti satın alacak kadar bir meblağı kaybettiğinizi fark ettiniz. Fakat henüz diğer cebinizde bileti alacak kadar para bulunmaktadır. Deneklere anlatılan bu hikâye sonunda “parayı verip bileti alır mısınız?” yoksa “başka plan mı yaparsınız?” diye sorulduğunda büyük çoğunluk yani %70'e yakın bir kısmı “evet alırım” demiştir. Çünkü bu %70'lik grup parayı düşürmenin kendi hataları olduğunu ve bunun konser bileti alma kararımızı etkilememesi gerektiği düşüncesinde olduklarını ifade etmişlerdir. Bu hikâyenin ikinci versiyonu, konser biletini konser günü gelmeden gidip aldığınızı varsayalım. Konser günü salonun kapısına geldiniz ve bileti düşürdüğünüzü fark ettiniz. Deneklere “bir 80 TL daha verip bileti satın alır mısınız” ya da “başka bir plan mı yaparsınız” diye sorulduğunda, katılımcıların büyük çoğunluğu ikinci defa bileti satın almayacaklarını ifade etmişlerdir. Ortada kaybedilen bir 80 TL mevcut. Matematiksel olarak iki durumda da ya “evet alırım” ya da “hayır almam” denilmesi gerekiyordu. İnsan zihni iki para aynı değerde olmasına rağmen farklı kalemlerde muhasebeleştirilmektedir. Kayıp, para ya da bilet olarak algılanmıştır. Oysa iki durumda da kaybolan 80 TL ve aynı satın alma gücüne sahip tutarlardır.

Mental muhasebede paranın kaynağına göre değerlendirilmesine ilişkin şöyle bir örnek de verilebilir: Piyangodan 1.000 TL kazandığınızı varsayalım. Bir de kıyıda köşede kaybolmaması için sakladığınız fakat sonra unuttuğunuz 1.000 TL'yi bulduğunuzu varsayalım. İki paranın miktarı ve satın alma gücü eşit olmasına rağmen insanların piyangodan çıkan parayı hunharca harcadıkları fakat bir kenara önceden sakladıkları parayı ise daha temkinli harcadıkları gözlemlenmiştir. Zihninde bu eşit tutarı farklı muhasebeleştirilen bireyler parayı kaynağına göre değerlendirip, ona göre harcamalarını yapmışlardır.

Zihinsel (mental) muhasebe yatırımcıların davranışları üzerinde etkilidir ve çeşitli sorunlara yol açabilmektedir (Pompian, 2006 :174-175):

Zihinsel muhasebe, yatırımcıların yatırımlarını sınıflandırarak ayrı hesaplar ve kategoriler oluşturmalarına neden olmaktadır. Yatırımlarını, emeklilik, eğitim vs. gibi kategorilere ayırırlar. Bu kategoriler arasındaki korelasyonu dikkate almayan yatırımcının portföy performansı da yetersiz olur.

Zihinsel muhasebe, yatırımcıların düşük çeşitlendirme yapmasına neden olan bir eğilimdir. Yatırım yapacak olanlar işveren hisseleri seçenek olarak sunulduğunda portföylerinin büyük kısmının bu hisselerden oluştuğu kalan küçük kısmının ise diğer hisselerden oluştuğu tespit edilmiştir. Fakat işveren hisse senetleri seçenek olarak sunulmadığında, varlıklar arasında dengeli bir yatırım yapıldığı görülmektedir.

Yatırımcılar kâr payı getirileri ile sermaye kazancı getirilerini ayrı zihinsel hesaplarda tutarlar. Zihinsel muhasebe yatırımcıların bu ayırımı irrasyonel bir şekilde yapmalarına neden olmaktadır. Zihinsel muhasebe, geçmişte bir defa kazanç sağlamış fakat sonra elde tutulduğu süre boyunca düşüş gösteren hisselerin satılmasını zorlaştırabilir.

Nofsinger'e (2014: 61) göre zihinsel muhasebenin önemli kavramlarından biri olan mental bütçeleme, bireylerin her bir zihinsel hesaptaki maliyet ve faydanın ilişkilendirilmesi için kullanılmaktadır. Bir mal veya hizmet satın alındığında meydana gelen maliyet ya da acı ile finansal kayıplar sonucu yaşanan acı (maliyet) benzerdir. Aynı şekilde bir malın ya da hizmetin tüketiminden elde edilen, duyulan haz ile finansal kazançlar sonucu duyulan haz (fayda) benzerdir. Mental bütçeleme, bu duygusal acı ile duygusal hazzı eşleştirmektedir. Bireyler de fayda ve maliyetlere ilişkin bir eşleştirme yapmak için hemen öde sistemini kullanmaktadırlar. Örneğin;

deneklere maliyeti 3600 TL olan bir cep telefonu ve diz üstü bilgisayar ihtiyaçlarının olduğunu ve ödeme planlarının 6 aylık bir süreç olduğunu varsaymaları istenmiştir.

Bu ihtiyaçlarını karşılamaları için iki yol sunulmaktadır:

A: Cep telefonu ve diz üstü bilgisayarı almadan önce 6 ay boyunca ayda 600 TL ödeme,

B: Cep telefonu ve diz üstü bilgisayarı aldıktan sonra 6 ay boyunca ayda 600 TL ödeme

91 kişiye sorulan bu soruya %84'ü B seçeneğini yani cep telefonu ve diz üstü bilgisayarı aldıktan sonraki 6 ay boyunca ödemek istemişlerdir. Çünkü bu ürünler dayanıklı tüketim mallarıdır ve faydası uzun süre devam edecektir. Eş zamanlı periyotlarda ödemeler yapmak, alınan ürünlerin fayda ve maliyetini eşleştirecektir. Fakat dayanıksız tüketim mallarında ön ödeme yapmak istemektedirler. Hemen tüketilen bir mal veya hizmette borçtan kaçınarak önceden ödemeyi, dayanıklı tüketim mallarında ise kullanım süreleri uzun olduğu için daha sonra ödemeyi tercih etmektedirler.

Zihinsel muhasebenin bir diğer önemli unsuru ise 'batık maliyet'tir. Geleneksel Finans Teorisine göre bireyler bir davranış şekli belirlerken bugün olan ve gelecekte olacak olan fayda ve maliyetleri dikkate almaktadırlar. Bu teoriye göre geçmiş maliyetler baz alınmamalıdır. Yapılan çalışmalar insanların belirsizlik altında bir karar alacakları zaman geçmiş maliyetleri dikkate aldıklarını göstermektedir. Buna 'batık maliyet etkisi' denilmektedir (Thaler, 1980: 45). Bireylerin aldıkları kararlarda batık maliyet etikili olmaktadır. Yatırımcılar bir yatırıma belli miktarda para, emek ve zaman harcadıkları için bu yatırımı sürdürmekte ısrarcı olup, boşa gitmemesi için daha çok yatırım yapma eğiliminde olmaktadır. Batık yatırımın büyüklüğü ile yatırımcıların bu yatırımı kurtarmak için yaptıkları yatırımlar arasında pozitif bir ilişki vardır. Batık yatırımın büyüklüğü arttıkça, bunu kurtarmak için yapılan yatırımlar da artacaktır. Tersisi durumda da her ikisi de azalacaktır (McAfee, Mialon ve Mialon, 2007: 1). Ayrıca baştan ödenmiş ve geri dönüşü olmayan para da batık maliyeti ifade etmektedir. Örneğin; Beyaz Show'a gitmek için plan yaptınız ve arayarak bilet fiyatlarının 80 TL olduğunu öğrendiniz. En önlerden bir yer rezerve ettiniz ve Show günü geldi. Akşamüzeri fırtına ve yağmur başladı her yer sis içinde. Bu sıra bir telefon geliyor ve Beyaz'ın sahne alamayacağını onun yerine başka bir Showman'ın sahne alacağını söylediler. Hava kötü, başkası sahne alacak, zaten bilet de rezerve. Bu

durumda deneklerin büyük çoğunluğu gitmekten vazgeçmektedir. Fakat senaryoda her şey aynı olsun tek fark bileti rezerve etmek yerine satın almış olsun. İşte bu durumda büyük çoğunluk gitmek istemiştir. Çünkü bilet alınmış ve iade edilemez. Harcadığımız parayı almaları mümkün olmadığı için gitmeyi tercih etmişlerdir. Sırf batık maliyetten ötürü istenilmeyen bir şey yapılıyor.

2.6. SÜRÜ DAVRANIŞI

Temayüle uyma olarak da bilinen sürü psikolojisi toplumun birçoğunda görülen sosyal bir olgudur. Sürü davranışı, bazen bir trendi bazen de bir modayı ifade eden başkalarının hareketlerinin, bağımsız olarak kendi başına karar alamayan yatırımcılar tarafından taklit edilmesidir. Nofsinger, yatırımcı sürüsüne antilop benzetmesi yapmıştır. Antiloplar, kendilerini yırtıcı hayvanlardan korumak için sürünün içinde kalan hayvanlardır. Antiloplar, bir diğerrinin ne yaptığını öğrenmek için gözlerini ve kulaklarını açar ve onun gibi davranır. Finansal piyasalardaki yatırımcılar da diğerr yatırımcıların neler yaptığını anlamak için onları takip eder, izler. Özellikle yatırımcı eğer kendi başına diğerr insanları takip etmeden yaptığı yatırımlarında büyük kayıplara uğramışsa bu durumda başkalarının davranışlarını takip etmeyi en doğru yol olarak görecektir. Kendi düşüncelerine ve yatırım kararlarına zarar ettirdiğinden dolayı önem vermezken, başkalarının kararları ve düşünceleri bu yatırımcılar için önemsenip dikkate alınacak derecede önemlidir. Bir kitabın en çok satanlar listesinde olduğu için tercih edilmesi, hakkında hiç bilgi sahibi olunmayan bir restoranın sadece çok kalabalık müşterileri olduğu için tercih edilmesi, daha önceki bölümde bahsettiğim Hollanda'daki Lale Çılgınlığı sürü davranışının görüldüğü en güzel olaylar arasında yer almaktadır.

1974-1982 tarihleri arasında dünya borsalarında meydana gelen sert dalgalanmalar, 1980'lerde Japonya'da emlak piyasasında ortaya çıkan aşırı değerlendirme, 2000 yılında olan medya ve Telekom köpüğü, bunun yanı sıra oluşan çöküşler ve yükselişlerin çoğu sürü davranışları ile açıklanabilmiştir (Ede, 2007: 90).

Sürü davranışı, bireylerin diğerr yatırımcılardan bağımsız olarak karar verememeleri sonucunda, diğerr bireyler tarafından oluşturulan trende ve moda

uygun olarak karar verip işlem yaparak kendilerini güvende hissettikleri psikolojik bir ön yargıdır. Yatırımcıları sürü davranışına yönlendiren birtakım durumlar vardır:

İnsanlar, tedbirli davrandıklarını hissetmek isterler. Eğer sürüye uymayıp kendi başlarına bir karar alıp sonucunda kayba uğrarlarsa bu kayıp onları daha çok üzecektir. Fakat diğer yatırımcıların davranışlarına göre hareket edip kayba uğrarsa buradaki kaybı ona daha az acı verecektir. Yatırımcılar, ihtiyatlı davrandığına inanıp, bireysel kaybının acı hissini minimize etmek adına sürü davranışı sergilemektedir. Bazı zamanlarda takip ettiği grubun davranışlarının hatalı olduğunu bilse bile yine de o grubun bildiği ama kendilerinin bilmediği bir şey olduğunu düşünerek takip etmeye devam ederler. Ayrıca bireyler güncel konulara, son gerçekleşen olaylara daha çok önem vererek temel oranlara ve geçmişteki olanlara pek önem vermezler. Bilgi toplama ve değerlendirme yetersizlikleri başkalarının kararlarına güvenip takip etmeyi cazip kılmaktadır. Ayrıca bilgi toplamanın maliyetli olması bilhassa küçük yatırımcıları sürü davranışına daha çok yönlendirmektedir (McMahon, 2005: 21). Bir başka sürü davranışı sergilemenin nedeni ise, yatırımcıların toplumdaki dışlanma korkusu, sosyal bir varlık olan bireyin bir gruba ait olma arzusu ile o grubun davranışlarını takip etme isteği gibi sosyal olgulardır.

Sürü davranışı bir varlığa ilişkin olarak alınacak kararlarda diğer yatırımcıların işlemlerini izleyerek yatırımlarını onların kararlarına uygun olarak yapmak ve davranışlarında onları takip etmektir. Birbirini takip eden yatırımcılar yeni bilgileri aramaktan vazgeçer ve sürüyü takip eder. Her davranış sürü davranışı olmamaktadır. Sürü davranışı olabilmesinin ön koşulu daha önceden aldığı bir kararı diğer yatırımcıların aldığı kararlar doğrultusunda değiştirmesi ve diğer yatırımcılar bu kararı almamış olsalardı onların da bu kararı almayacak olmasıdır (Canbaş, Kandır, 2007: 2).

Sürü psikolojisi ile ilgili yapılan birçok çalışma mevcuttur. Cajueiro ve Tabak (2009); Japon Nikkei Borsası'ndaki 225 menkul kıymet üzerine yaptığı çalışmada hisse senetlerindeki kırılmanın sürü psikolojisinden kaynaklandığını tespit etmişlerdir.

Chiang ve Zheng (2010) 18 ülkenin borsasını değerlendirmiş ve Amerika dışındaki diğer ülkelerde gerek gelişmiş borsalarda gerekse Asya borsalarında yatırımcıların sürü davranışında bulunduğunu tespit etmişlerdir.

Sürü davranışı; rasyonel sürü davranışı (rational herding) ve rasyonel olmayan sürü davranışı(irrational herding) sürü davranışı olmak üzere ikiye ayrılır. Rasyonel sürü davranışı da kendi arasında 3 başlık altında incelenebilmektedir. Bunlar; bilgiye dayalı sürü davranışı, saygınlığa dayalı sürü davranışı ve ücrete dayalı sürü davranışıdır.

2.6.1. Rasyonel Sürü Davranışı

Rasyonel sürü davranışı, analistlerin, para yöneticilerinin çıkarlarını ve itibarlarını korumak, itibarını zedelememek amacıyla özel bilgilerini bir kenara bırakıp, diğer yöneticilerin davranışlarını takip etmesidir. Analistler, bu davranışları ile piyasanın gerisinde kalmayacaklar ve itibarlarını korumuş olacaklar. Yani analistler sürü davranışı sergileme eğilimindedirler. Eksik bilgi, saygınlık gibi nedenler sürü davranışına eğilimi arttırmaktadır. Tek başına karar vermenin, bilgi toplamanın maliyetli olacağını düşünen birey için diğerlerini takip etmek ve yatırımlarını buna göre şekillendirmek daha cazip gelmektedir (Bikhchandani ve Sharma, 2001: 283). Kendi bilgileri ile uyumlu olmasa bile diğer analistlerin davranışlarına benzer şekilde hareket etmektedirler.

Temayüle uyma davranışı, finansal piyasalarda devamlı varlığını sürdüren bir eğilimdir. Bazı dönemlerde finansal krizlerin oluşuma sebep olurken, bazı dönemlerde ise piyasaları arbitraj ile dengeye getirmektedir.

Kurumsal yatırımcılar arasında görülen sürü davranışı, bireysel yatırımcılar arasında görülen sürü davranışından daha fazladır. Kurumsal yatırımcıların sürü davranışı sergileme güdüsünün daha fazla olmasının çeşitli sebepleri vardır: Kurumsal yatırımcılar birbirlerinin yaptıkları işlemlere bakarak onların işlemlerinin kalitesini gözlemlemek isterler. Bu da haliyle bir sürü davranışına yol açmaktadır. Kurumsal yatırımcılar birbirleri ile kıyaslandıkları için, birbirlerinin arkasında kalmamak için aynı hisseleri tutma eğilimi göstermektedirler. Kurumsal yatırımcılar kendilerine ulaşan benzer dışsal sinyallerle karşılaşılırlar, böylece sürü davranışı meydana gelir. Ayrıca bireylerin de yeterli bilgiye ve zamana sahip olmaması ve bilgileri değerlendirecek potansiyele sahip olmaması gibi nedenlerle gösterdiği sürü davranışı

rasyonel bir davranış olarak nitelendirilmektedir (Lakonishok, Shleifer ve Vishny, 1992: 25).

2.6.1.1. Bilgiye Dayalı Sürü Davranışı

Yatırımcılar, alternatifleri değerlendirip analiz ederek kararlarını verebilecekken, bunun maliyeti ve zaman külfeti onları diğerlerini takip etmeye yönlendirmektedir. Dolayısıyla yatırımcılar, diğer yatırımcıların bilhassa başarısını kanıtlamış olanların peşinden gitmektedirler (Bikhchondon, Hirshleifer ve Welch, 1998: 152). Yeterli bilgiye sahip olmadığını düşünen ya da kendi bilgilerine güvenmeyen yatırımcıların diğer yatırımcıları veya piyasadaki eğilimi takip edip buna göre davranmaları sürü davranışının rasyonel bir davranış olduğunu ortaya çıkarmaktadır. Bilgiye dayalı sürü davranışı, belirsizlik altında geleceğe yönelik alınacak kararlarda önceki yatırımcıların kararlarına göre hareket edilmesidir. Yatırımcılar kendinden öncekilerin hareketlerine bakarak yatırım yapma ya da yapmama konusunda, yatırım yapacaksa hangi varlıklara ya da durumlara yaklaşması gerektiği konusunda kararlar alırlar. Hangi yöne daha çok eğilim varsa ona katılan yatırımcılar bilgisel şelale oluştururlar. Dolayısıyla yatırımcılar diğer yatırımcıların bilgilerini kendi bilgilerine tercih ederler. Belirsizlik ortamında alınan kararlarda riskin varlığı, zaman ve maliyet külfeti ve kendi bilgilerine güvenmeyen yatırımcıların varlığı bilgisel şelalenin oluşmasına neden olmaktadır (Altay, 2008: 30-31).

Yatırımcıların benzer karar seçeneklerine sahip olmaları, benzer hareketlerde bulunmalarına sebep olmaktadır. Benzer karar seçeneklerine, benzer bilgilere sahip olan yatırımcılar, birbirlerine benzer hareketlerde bulunarak hemen hemen aynı sonuçları beklerler. Bu noktada yatırımcı, hangi alternatifin daha iyi olduğunu, kendi bulgu ve görüşlerine göre değil, diğer yatırımcılara göre değerlendirir. Diğer yatırımcıları gözlemleyerek gerek onların bilgilerine duydukları güvenden dolayı gerekse kendi bilgilerinin yetersiz olduğunu ya da hatalı olduğunu düşünmelerinden dolayı onlara göre karar alırlar.

Banerjee (1992: 802); bilgiye dayalı sürü davranışını, bireylerin karar sürecinde kendinden önceki karar alıcıların davranışlarını gözlemleyerek kararlarını yönlendirmeleri olarak açıklamış ve bu sürü davranışını restoran seçme konusu ile

örneklendirmiştir. Hemen hemen hepimiz, hakkında az çok bilgi sahibi olduğumuz restoranlardan birini yemek yeme amacıyla seçmek durumunda kalmışızdır. A ve B adlı yan yana iki restoran bulunduğunu ve 100 kişilik bir grubun bu iki restorandan birini seçmeleri gerektiğini varsayalım. 100 kişiden 99'u B restoranının A restoranından daha iyi olduğu hususunda sinyaller aldığı, fakat 1 kişinin A'yı daha iyi bir restoran olarak görmesi ve ilk olarak o kişinin A restoranına gittiğini varsayalım. İkinci kişi B'nin daha iyi olduğu konusunda sinyaller almasına rağmen birinci kişinin A'yı seçtiğini bilmesi, ikinci kişinin kendi bilgilerini dikkate almayıp önceki yatırımcının seçtiği A restoranını seçmesine neden olmuştur. Alınan sinyaller eşit ağırlığa sahiptir fakat yatırımcı rasyonel bir seçim olarak önceki kişinin izinden gitmeyi uygun görmüştür. Üçüncü kişi de ikinci kişi ile aynı seçimi yapmaktadır. Bu seçim, B'nin daha iyi olduğunun bilinmesine rağmen A'nın tercih edilmesiyle sonuçlanmıştır. Bu durum, bir önceki bireyin bilgisine dayalı olarak yapılan bilgiye dayalı sürü davranışını (bilgisel şelaleyi) tanımlamaktadır.

Özetle sürü davranışı yatırım yapılacak varlık hakkında tahminlerde bulunan araçların eğilimlerinin gözlemlenmesi ve diğer yatırımcıların bu eğilim doğrultusunda hareket etmesidir. Yatırımcılar kendi bilgilerini önemsemeyerek kalabalığı takip eder.

2.6.1.2. Saygınlığa Dayalı Sürü Davranışı

Fon yöneticilerinin, analistlerin itibarlarını ve saygınlıklarını kaybetmemeleri için kendi bilgi ve görüşlerini dikkate almayarak diğer fon yöneticilerinin veya analistlerin kararlarını gözlemleyerek onlarla aynı kararları almaları yani onları taklit etmeleri saygınlığa dayalı sürü davranışı olarak ifade edilmektedir. Bu yöneticiler için saygınlık, itibar ve bu işten aldıkları ücretleri kaybetmemek çok önemli hususlardır. Almış oldukları kararlar da onların yeterliliği konusunda bilgi vereceği için diğer yöneticileri takip etmek onlara daha cazip gelmektedir. Bireylerin geçmiş bilgileri ile yeni bilgileri birleştirerek davranışlarına yön vermeleri beklenmektedir. Fakat saygınlıklarını ve itibarlarını kaybetmemek için hızlıca davranışlarına yön vermek isteyen yöneticiler, “abartma” ve “muhafazakârlık” eylemleri ile gerçeklerden uzaklaşmaktadırlar. Yeni gelen bilgilere aşırı tepki vererek optimallikten uzaklaşmaları abartma eylemi olarak tanımlanmaktadır. Muhafazakârlık ise yeni

bilgiler ışığında eski bilgilerini güncelleyemeyen ve önceki yatırımlarına benzer yatırımlar yapan yatırımcıların davranışlarıdır (Prendergast ve Stole, 1996: 1106).

Fon yöneticileri ve analistler endüstrideki firmaları yakından takip ederek onlar hakkında bilgi toplayıp aracı kurumlarına hisse önerileri, kazanç tahminleri gibi konularda bilgi veren bireylerdir. Fon yöneticilerinin müşterileri kurumsal yatırımcılardır (hedge fonlar, yatırım fonları gibi) (Hong, Kubik ve Solomon, 2000: 122). Piyasada iki tip fon yöneticisi mevcuttur. Biri akıllı (smart), yetenekli fon yöneticisidir. Akıllı fon yöneticileri bir yatırıma ait gelen bilgisel sinyalleri değerlendiren yöneticilerdir. Diğer bir yönetici türü ise, akılsız (dumb) fon yöneticileridir. Bu yöneticiler yalnızca gürültüyü dikkate aldıkları için piyasaya ters yönde kararlar alırlar ve irrasyonel bir davranış olarak görülür.

Yatırımcılar başarısından emin oldukları bir yönetici ile başka bir yöneticiyi kıyaslayarak hangi tür (akıllı-akılsız) yönetici olduğuna karar verirler. Yeteneksiz yöneticiler, yetenekli yöneticileri takip ederek saygınlıklarını ve itibarlarını korumuş olacaklardır. Şöyle ki akıllı yöneticinin aldığı karar yanlış olsa dahi yatırımcılar iki yöneticinin de yanlış kararlar alıp yeteneksiz olacaklarına ihtimal vermeksizin durumun şanssızlıktan kaynaklandığını düşünürler (Scharfstein ve Stein, 1990: 466). Böylece yeteneksiz yöneticiler itibarlarını korumuş olacaklardır. Bu durum “suçu paylaşma etkisi” olarak da bilinmektedir. Fakat aksine yeteneksiz yönetici yetenekli yöneticiyi taklit etmeyip de kendi bilgilerine göre kararlar alırsa farklı sonuçlara ulaşacaktır ve yeteneksiz yönetici pozisyonunda olacaktır. Bu olumsuzlukla karşılaşmamak için yeteneksiz yöneticiler yetenekli yöneticileri takip edip aynı davranışlarda bulunacaklardır. Bu da saygınlığa dayalı sürü davranışı olarak tanımlanmaktadır.

Akıllı yöneticiler aynı gerçekleri gözlemlediklerinden benzer ve ilişkili sinyaller alırken, akılsız yöneticiler birbirinden bağlantısız, farklı sinyaller (gürültü) alırlar. Bir yönetici diğer yöneticilerin davranışlarına göre hareket ederse bu durum onun akıllı sinyaller aldığını gösterirken, zıt yönde hareket eden yatırımcının ise akılsız davrandığı kabul edilmektedir. Yatırımcıların kişisel bilgisi ona bu yatırımın hatalı olduğunu ve negatif sonuçlar içerdiğini sezdirse bile diğerleri ona yatırım yaptığı için yatırımlarını onlara göre yönlendirerek itibar ve ücret kaybına uğramamak isterler (Shiller, 2000: 152).

Özetle, saygınlığa dayalı sürü davranışı, yöneticinin öznel bilgilerini göz ardı ederek, önceden yatırım yapmış olan diğer yöneticilerin davranışlarını taklit etmesi olarak ifade edilebilmektedir. Yüksek bir saygınlığa ve maaşa sahip olan yöneticilerin bu saygınlığını korumaları ve ücret kaybına uğramamaları için sürü davranışı sergiledikleri tespit edilmiştir.

2.6.1.3. Ücrete Dayalı Sürü Davranışı

Kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcılara nazaran sahip oldukları bilginin fazla olması ile daha çok sürü davranışı gösterme eğilimindedirler. Fakat sürü davranışının tek sebebi daha fazla bilgiye sahip olunması değildir. Yatırımcıların itibarını koruma veya arttırma çabası ve bu kısımda açıklayacağım yöneticilerin almış oldukları ücretlerin birbirinden farklı olmaması için de sürü davranışı sergileme eğilimindedirler (Borensztein ve Gelos, 2001: 5).

Maug ve Naik (1995)'e göre ücrete dayalı sürü davranışında fon yöneticilerinin performanslarının, ücretleri belirleyeceği ifade edilmiştir. Fon yöneticisinin performansı diğer fon yöneticilerinin performansı ile karşılaştırılarak tespit edilmektedir. İlk olarak diğer fon yöneticileri yatırım yapar ve incelenen fon yöneticisi de bunların davranışlarını taklit eder ve hemen hemen aynı portföyü oluşturur. İncelenen yöneticinin performansının karşılaştırma kriteri olarak kullanılan diğer yöneticilerin performanslarından düşük olması ücretlerinde bir azalmaya, kayba sebep olmaktadır. Bunun farkında olan yönetici karşılaştırma kıstası olarak kullanılan yöneticilerin davranışlarını taklit ederek, onların portföylerine benzer bir portföy oluştururlar. Yani ücrete dayalı bir sürü davranışı gerçekleştirmiş olmaktadır (aktaran Kandır, 2006: 23).

Özetle, ücrete dayalı sürü davranışının en önemli sebebi, birden fazla yöneticinin mevcut olduğu durumda ücreti belirleyen ölçütün, yöneticilerin performanslarının kıyaslanması ile ortaya çıkmasıdır. Bir fon yöneticisinin ücreti, diğer fon yöneticisinin performansına bağlıdır, bu durum ücrete dayalı sürü davranışını ortaya çıkarmaktadır (Altay, 2008: 32). Çünkü fon yöneticisi kendi performansının düzeyinin diğer yöneticilerin performanslarından daha düşük olmasını istemez. Eğer kendi performansı düşük olursa aldığı ücret de haliyle diğer yöneticilerden daha düşük

olacaktır. Bu duruma uğramak istemeyen fon yöneticisi diğer yöneticileri taklit ederek onlara benzer bir pozisyon olarak yatırımlarını yapmaktadır.

Chevalier ve Ellison (1999); yapmış oldukları çalışmalarında fon yöneticilerin mevcut pozisyonlarını kaybetmemeleri veya yükseltebilmeleri için riske göre ayarlanmış getirilerini arttırmaları gerektiğini ve genç yöneticilerin performanslarının işe son verme hususunda daha duyarlı olduklarını bulgulamışlardır. Genç yöneticilerin portföylerindeki sistematik olmayan riskler, objektif bir fon yöneticisinin portföyündeki riskten anlamlı derecede farklılık gösteriyorsa genç yöneticinin işine son verilmektedir. Bundan dolayı genç yöneticiler oluşturdukları portföyde sistematik olmayan risklerin azaltılması konusunda oldukça fazla teşvik edilmiş ve haliyle sürü davranışı sergileme konusunda da daha fazla eğilim göstermişlerdir. Hong, Kubik ve Solomon (2000)'da bu konuda çalışma yapmışlar ve deneyimsiz analistlerin işine son verilmesinin daha muhtemel olduğunu tespit etmişlerdir. Bu çalışmalara göre genç analistlerin daha fazla kariyer endişesi taşıdıkları, bundan dolayıdır ki yatırım kararlarında daha az risk üstlenmeye istekli oldukları ve baskın bir sürü davranışı eğilimi içerisinde oldukları tespit edilmiştir.

2.6.2. İrrasyonel Sürü Davranışı

Sürü davranışı, rasyonel sürü davranışı ve irrasyonel sürü davranışı olmak üzere iki temel yaklaşım ile açıklanabilmektedir. Kendi bilgilerini dikkate almayarak başkalarının bilgilerine, görüşleri doğrultusunda hareket eden yatırımcıların bu davranışları, Geleneksel Finans Teorisinin güçlü formda etkinliğini (yatırımcıların edindikleri bilgileri kullanarak işlem yapmaları ve bunları fiyata yansıtmaları) azaltmıştır. Rasyonel sürü davranışı, bilgi eksikliği, itibarı koruma ve ücret yapısına bağlı nedenlerden dolayı meydana gelirken, irrasyonel sürü davranışları genellikle psikolojik faktörlerden kaynaklanmaktadır. Rasyonel sürü davranışı, saygınlığını korumak veya arttırmak isteyen fon yöneticilerinin kendi özel bilgilerini bir kenara bırakarak diğer fon yöneticilerinin davranışlarını taklit etmeleridir. Ayrıca kendi bilgilerini yetersiz görerek diğer yöneticilerin bilgilerine daha çok güvenen ve onları taklit eden yatırımcı davranışları ile diğer yöneticilerden daha düşük ücret almamak

için onları taklit eden yönetici davranışları da rasyonel sürü davranışı olarak kabul edilmektedir.

İrrasyonel sürü davranışı ise yatırımcıların kendi görüşlerini, inançlarını ve bilgilerini bir kenara bırakarak başkalarının davranışlarını taklit eden psikolojik temelli bir eğilimdir. İrrasyonel yaklaşım, bireylerin birbirlerini taklit etme güdülerini sosyal baskı (grup baskısı) ve moda ile açıklamıştır. Bireyler psikolojik olarak dışlanmaktan korkarlar bu yüzden çoğu zaman doğruları bilseler dahi grubun davranışlarına, kararlarına uygun hareket ederler. Grup kararlarına uyma eğilimi göstermenin temel nedenleri grup tarafından yetersiz düzeyde görülmemek ve dışlanmamak için onlara uygun hareket ederek kendi kararları ile grup kararlarını çeliştirmek istemezler. Eğer geçmişte kendi başına aldığı kararlar başarısızlıkla sonuçlanmışsa, bu yatırımcı kendisinin yetersiz olduğunu düşünür ve keşkelerle hareket ederek diğer yatırımcılara uymadığı için pişmanlık duyar. Bu pişmanlığı yaşamamak için sürüye uygun davranır.

1841 Mackay ve La Vega “Olağanüstü Kitlese Yanılgılar ve Kalabalıkların Çılgınlığı ve Karışıklığın Karmaşası” isimli kitabında “sürü” olarak hareket eğiliminde olan ve davranan insanların sergilemiş oldukları irrasyonel davranışlar ile ilgili faydalı bilgiler vermektedir. Kitap, 1630’larda Hollanda’da yaşanan Lale Çılgınlığını, 1720’deki Güney Deniz Balonu’nu anlatmış, varlıkların temel değeri ile piyasa değeri arasındaki istatistiki olarak anlamlı ve önemli farklılıklarını açıklamıştır. Mackay bireylerin, topluca çılgınlık içerisinde hareket etmelerinin fiyatları aşırı değerlemelerine sebep olacağını ifade etmiştir (Ekonomi Kitabı, 2013: 98). 1990’lı yıllarda Amerika’daki teknoloji hisselerine yapılan yatırımlar medyanın ve profesyonellerin de katkısı ile bir piyasa balonu oluşturmuş ve irrasyonel sürü davranışına verilebilecek güzel bir örnek olmuştur.

Psikolog Ash sosyal baskıyla ilgili birçok deneysel çalışma yapmıştır. Bunlardan birini ele alarak sosyal baskının bireylerin davranışlarında nasıl etkiler yarattığını daha derinden inceleyebileceğiz. Bu çalışmada belirlenen bir denek yakın arkadaşlarından oluşan 9 kişilik bir grupta toplu bir şekilde masada oturmuşlardır. Bu gruba farklı uzunluklarda üç düşey çizgi içeren bir şekil sunulmuştur ve gruptakilerden hangi iki şeklin eşit uzunlukta olduğunu belirtmeleri istenilmiştir. Her birey kararını sırasıyla söylemiştir. Doğru cevap net bir şekilde bellidir ve deneklerin hepsi birçok

denemede aynı cevapları vermiştir. Fakat bazı denemelerde araştırmacıyla konuşup yanlış cevap vermesi konusunda bilgilendirilen denekler ile bireylerin kararları üzerinde grup baskısının var olup olmadığı tespit edilmek istenilmiştir. Doğru cevap belirgin olmasına rağmen 1/3'i hatalı grup kararlarına uyum sağlamış ve yaklaşık olarak %75'i en az bir defa uyum göstermiştir (Döm, 2003: 146-148). Doğru cevabın bariz belli olmasına rağmen, bireyler grupla çelişmemek adına kendi bilgilerini gizlemişlerdir. Çünkü bireyler, gruptan dışlanma ve grubun onun davranışlarını yetersiz görmesini istemedikleri için grup bilgisi ile çatışmadan aynı doğrultuda kararlar almaktadır. Shefrin'de buna benzer yaptığı bir deneysel çalışmada insanların irrasyonel bir şekilde grubun kararına uyum sağlama davranışı sergilediklerini tespit etmiştir.

Aykırı birey olarak görülme korkusu, bireyleri daha fazla sürü davranışlarına yönlendirmektedir. İrrasyonel sürü davranışı içgüdüsel bir eğilimdir. Birey, sistematik analizlere göre değil de psikolojik ön yargılara göre kararlarını vermektedir. Psikolojik ön yargılara göre hareket eden birey duygularından yardım alacak ve bu da düşük getiriler elde edilmesine neden olacaktır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DAVRANIŞSAL EĞİLİMLERİN YATIRIMCI PSİKOLOJİSİNE ETKİLERİNİN TESPİTİNE YÖNELİK AMPİRİK ANALİZ

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI, KISITLARI VE HİPOTEZLERİ

3.1.1. Çalışmanın Amacı ve Önemi

Geleneksel finans yaklaşımına göre rasyonel davranışlar sergilediği öne sürülen bireysel yatırımcıların çoğu zaman psikolojik faktörlerin etkisi altında kalarak karar verdikleri gözlemlenmiştir. Bu psikolojik faktörler davranışsal finansın konusunu ve çalışma alanını oluşturmaktadır. Davranışsal finans kapsamında yapılan bir çok ampirik çalışmada bireylerin karar süreçlerinde psikolojik faktörlerden etkilendikleri ve rasyonel davranmadıkları tespit edilmiştir. Rasyonel davranamayan bireyler, kendi hislerine, duygularına göre karar vererek psikolojik faktörlerin etkisi altında kalmaktadırlar.

Bu çalışmanın amacı da bireysel yatırımcıların finansal profillerini ve yatırım kararı verme süreçlerindeki davranışlarını ortaya koymaktadır. Bu çalışmada öncelikle yatırımcıların demografik özelliklerine yönelik sorular sorularak veriler elde edilmiş daha sonra yatırımcıların finansal profillerine yönelik sorularla finansal profilleri belirlenip, yatırımcıların yatırım kararları alırken etkilendikleri psikolojik önyargıları davranışsal finans perspektifinden incelenmiştir. Özetle bu çalışmadaki temel amaç yatırımcıların yatırım kararları alırken davranışsal finans kapsamında ele alınan önyargı, duygu, sezgi ve yanlış düşünce kalıplarının etkisi altında hareket edip etmediklerini tespit etmektir.

Bu çalışma yatırımcıların finansal piyasalarda etkisi altında kaldıkları ön yargılarını tanıyıp, daha iyi yatırım kararlarını vermesini sağlamaktadır. Psikolojik ön yargılarını bilen yatırımcı çok karmaşık durumlarda bile pratik çözümler bulabilmektedir. Ayrıca bu çalışma akademik camiada farklı kitlelerle yapılacak çalışmalara önderlik edip, örnek olma adına önemli bir çalışma niteliği taşımaktadır. Davranışsal finans çalışmaları yabancı literatürde geniş yer edinmesine rağmen Türkiye literatüründe

kısıtlı bir yere sahiptir. Bu çalışma da davranışsal finans alanında yapılan ampirik çalışma olma özelliğiyle Türkiye literatürüne katkı sağlamaktadır.

3.1.2. Literatür Çalışması

Davranışsal finans ile ilgili birçok çalışma yapılmıştır. Bu kısımda ise yerli ve yabancı literatür taranarak yapılan çalışmalar incelenecek ve yapılan çalışmalar hakkında kısa bilgiler verilecektir. Kuşçuoğlu (1995); bireysel yatırımcı davranışları ile ilgili yapılan ilk çalışmalardan biridir. Kuşçuoğlu, bu çalışmasında bireysel yatırımcıların davranışlarını risk tercihlerine göre tespit etmeye çalışmıştır. Katılımcılar, yeni finansal ürünlere karşı olumlu yaklaşımlar sergilerken, riske karşı temkinli davranmışlardır.

Akın (2009); 2009 Şubat-Mart aylarında BİST’de yatırım yapan 307 katılımcıya uyguladığı anket sonuçlarına göre; yatırımcıların irrasyonel olarak karar aldıklarını, sürü psikolojisinin aldıkları kararlarda etkili olduğunu ve beklenti teorisine uygun davrandıklarını bulgulayarak, davranışsal finanstaki psikolojik eğilimlerin BİST’teki yatırımcıların kararlarını etkilediğini tespit etmiştir.

Aldemir (2015); Tokat ilindeki bireysel (işçi ve memur) yatırımcıların yatırım kararı verirken etkilendikleri faktörler davranışsal finans yaklaşımıyla incelenmiştir. Literatür taraması sonucu oluşturduğu anketi Tokat’ta yaşayan 400 katılımcıya uygulamıştır. Anketten elde edilen veriler analiz edildiğinde, yatırımcıların demografik özellikleri, kişilik özellikleri ve risk karşısındaki tavırları yatırım kararlarını etkilemektedir.

Angı, Bekçi ve Karataş (2016); Batı Akdeniz Bölgesi’ndeki (Antalya, Burdur ve Isparta) bireysel yatırımcıların davranışsal finans kapsamında ele alınan psikolojik faktörlerin yatırım kararlarını etkileyip etkilemediğini test etmeyi amacıyla 331 hisse senedi yatırımcısına anket uygulamıştır. Elde edilen veriler analiz edildiğinde bilişsel ön yargıların bireylerin belirsizlik ve risk altında verdiği kararlarında sistematik olarak etkili olduğu, hatalarını psikolojik ön yargı ve aşırı güven etkisiyle düzeltilmediği bulgulanmıştır.

Ateş (2007); bireysel yatırımcıların finansal profilleri ile yatırım araçları tercihleri ve finansal kararlarında etkili olan duygusal ve bilişsel eğilimleri arasındaki ilişkiyi davranışsal finans perspektifinden değerlendirmektedir. Bu çalışmayı 400 bireysel katılımcı ile gerçekleştirmiştir.

Atik, Yılmaz ve Köse (2018); yaptıkları çalışmada davranışsal finansın savunduğu finansal karar almada etkili olan zihinsel önyargıları belirlemeyi ve karar alma mekanizmasını etkileyen bilişsel hataları incelemeyi amaçlamışlardır. Zihinsel muhasebenin kararları etkileme biçimini ölçmek için 55 kişiye 28 sorudan oluşan bir senaryo uygulamışlardır. Sonuç olarak bireysel yatırımcıların kazanç durumunda riski seven, kayıp durumunda riskten kaçan bir tutum sergilediklerini tespit etmişlerdir.

Aydın ve Ağan (2016); 600 bireysel yatırımcıya uyguladığı anket sonuçlarından elde ettiği verilere göre; bireysel yatırımcıların finansal yatırım kararlarında davranışsal finansın baz aldığı eğilimlerden etkilenerek rasyonel olmayan davranışlar sergilediklerini ve sistematik hatalar yaptıklarını bulgulamıştır.

Barber ve Odean (2001); bireylerin fiyatlar düşerken ellerindeki hisse senetlerini satmakta isteksiz olduklarını, kendine güven duygularının yatırım miktarıyla birlikte arttığını ve kendine güven duygusunun cinsiyet açısından farklılık gösterdiğini, erkeklerin kadınlara göre bu duygularının daha baskın olduğunu tespit etmişlerdir (aktaran Öncü ve Özevin, 2017: 586).

Bilgin (2018); çalışmasında TR-63 (Hatay, Kahramanmaraş ve Osmaniye) bölgesindeki 525 bireysel yatırımcıya anket uygulamıştır. Elde edilen veriler analiz edildiğinde; bireysel yatırımcıların yatırım kararlarında rasyonel davranmadıkları, psikolojik ön yargılardan etkilendikleri ve davranışsal finans eğilimlerini kuvvetli ölçüde taşıdıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Böyükaslan (2012); Afyonkarahisar'da yaşayan 460 katılımcıya yaptığı ankette davranışsal finans kapsamındaki psikolojik eğilimlerin katılımcıların yatırımlarındaki kararlarında etkisinin olup olmadığını araştırmıştır. Baz alınan dönemde yapılan anket verilerinin sonucuna göre; Afyonkarahisar'daki yatırımcılar yüksek oranda psikolojik eğilimlerden etkilenmektedirler.

Doğukanlı ve Ergün (2011); Temmuz 1998-Haziran 2008 tarihleri arasındaki dönemde BİST'de işlem görmüş hisse senetlerinin aylık getirilerini analiz ederek aşırı tepki hipotezinin varlığını test etmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre BİST'de aşırı tepki

hipotezinin varlığını bulgulamışlar ve dolayısıyla BİST'in zayıf formda dahi etkin olmadığı görüşüne varmışlardır.

Ede (2007); 775 bireysel yatırımcıya uyguladığı anketten elde ettiği veriler ile yatırımcıların psikolojik ön yargılarından etkilenecek rasyonel olmayan davranışlarda bulduklarını, bu durumun piyasa etkinliğini azalttığını tespit etmiştir. Sonuç olarak yatırımcıların davranışsal finansın baz aldığı psikolojik ön yargılardan etkilendiklerini bulgulamıştır.

Gül, Ekşi ve Sürme (2017); Gaziantep merkezde faal olan 63 kuyumcu ile 'aşırı güven, aşırı iyimserlik, kayıptan kaçınma, pişmanlıktan kaçınma ve temsil etme hevristikleri' eğilimlerini test etmek amacıyla anket çalışması yapmışlardır. Çalışma sonucuna göre kuyumcu yatırımcılarının büyük çoğunluğunun kayıptan kaçınma eğilimi gösterdiklerini bulgulamışlardır. Diğer psikolojik faktörlerin de kısmen de olsa yatırım kararlarında etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Erdoğan ve Elmas (2010); İstanbul, İzmir, Ankara, Bursa, Antalya ve Erzurum'daki bireysel yatırımcıları kapsayan 410 kişiye Ocak ayı etkisinin tespitine yönelik anket uygulamış ve %60,7'si ocak atlarında getirilerinin diğer aylara nazaran daha iyi olduğunu düşündüklerini, %13,9'u ocak ayının getirilerde herhangi bir farklılık yaratmadığını, %25,4'ü ise kararsız olduklarını beyan etmişlerdir. Genel anlamda bu illerdeki yatırımcılar Ocak ayı etkisinin varlığını düşünmektedirler.

Gümüş, Koç, Agalarova (2013); Azerbaycan ve Türkiye'deki yatırımcıların, davranışsal finans kapsamında ele alınan psikolojik önyargılardan etkilenip etkilenmediklerini incelemişlerdir. Bu amaçla hazırlanan anket formu iki ülkede 325 kişiye uygulanmıştır. Hem Azerbaycan'daki yatırımcılar hem de Türkiye'deki yatırımcılar davranışsal finans modellerine uygun hareket etmişlerdir. Ayrıca yatırımcıların eğitim seviyesi, gelir düzeyi, yaşı, cinsiyeti ve medeni hali aldıkları kararlarda, davranışlarında farklılık yaratmıştır.

Jacobsen, Lee, Marquering ve Zhang (2014); çalışmalarında cinsiyet farklılığının yatırım davranışlarını etkilediğini, portföy dağılımında erkeklerin kadınlara göre daha iyimser ve daha riskli seçimler yaptıkları sonucuna ulaşmışlardır.

Öncü ve Özevin (2017); çalışmalarında kadın yatırımcıların yatırım kararlarında etkilendikleri psikolojik ön yargıları davranışsal finans kapsamında ele almışlardır. 300 kadın yatırımcıya uygulanan anket sonuçlarına göre, kadın

yatırımcıların davranışsal finans kapsamında ele alınan psikolojik faktörlerden etkilendikleri sonucuna ulaşmışlardır.

Öztopçu ve Aytekin (2017); çalışmasında Balıkesir ilindeki 326 bireysel yatırımcıya, finansal kararlarında etkilendikleri psikolojik faktörleri tespit etmek amacıyla anket yapılmıştır. Anket sonuçları analiz edildiğinde davranışsal finans kapsamında ele alınan psikolojik eğilimlerin Balıkesir ilindeki bireysel yatırımcıları da önemli ölçüde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Öztürkkol (2012); Türkiye'deki hisse senedi yatırımcılarının alım-satım davranışlarını incelemiştir. 85 kişiye(bu kişiler eğitim ve gelir seviyesi Türkiye ortalamasına göre yüksek kişilerdir) 55 sorudan oluşan bir anket uygulanmıştır. Anket verilerine göre yapılan analiz sonuçlarında, erkek yatırımcıların kadın yatırımcılardan daha çok kendilerine güvendiklerine ve dolayısıyla daha fazla işlem yaptıklarına ulaşılmıştır. Ayrıca bireylerin yaşı ilerledikçe aşırı güven durumunun da azaldığı görülmüştür.

Phan ve Zhou (2014); çalışmalarında bireysel yatırımcıların finansal yatırım kararı alırken etkisi altında kaldıkları psikolojik ön yargıları araştırmak amacıyla 472 bireysel yatırımcıya anket yoluyla ulaşmışlardır. Elde edilen verilerin analizi sonucu, bireysel yatırımcıların yatırım kararlarında en fazla aşırı iyimserlik, aşırı güven ve sürü davranışı eğilimi gösterdikleri bulgulanmıştır. Bireylerin doğasında var olan psikolojik unsurların farkında olduğu zaman yatırımcıların daha dikkatli davrandıkları sonucuna ulaşmışlardır.

Sefil ve Çilingiroğlu (2011); çalışmalarında finansal kararları etkileyen bilişsel ve duygusal eğilimleri teorik olarak sunmuşlardır. İnsan psikolojisini teorilerine dahil eden davranışsal finansın, psikolojik bir varlık olan bireyin karmaşık yapısının varsayımlar içinde kaybolmasını önleyebileceği sonucuna ulaşmışlardır.

Sezer (2013); çalışmasındaki amaç Türkiye'deki yatırımcıların bilişsel yetenek ve finansal okuryazarlık seviyelerini tespit etmek, bu bilişsel yetenek ve finansal okuryazarlık ile risk tutumları ve psikolojik eğilimler arasındaki ilişkiyi araştırmaktır. Sezer'e göre yatırımcılar, psikolojik yanılsamalara sistematik olarak düşmektedirler. Yatırımcıların psikolojik ön yargılardan etkilenmesi okuryazarlık seviyesinden bağımsızdır. Fakat bilişsel yetenek düzeyi ile finansal okuryazarlık arasında pozitif bir ilişki vardır.

Süer (2007); çalışmasında davranışsal finans kapsamında ele alınan kayıptan kaçınma yanlılığının işletmedeki karar alıcıları üzerinde ölçmeyi amaçlamıştır. İstanbul'daki tekstil sektöründe faal olan KOBİ'lerin karar almaya yetkili bireyleri ile yüz yüze görüşmeler yapılmış ve bu karar alıcılara sunulan on iki kayıp-kazanç senaryosu karşısındaki tavırlarının davranışsal finans teorileriyle uyumu tespit edilmiştir. On iki senaryodan sekizinden elde edilen sonuçlar davranışsal finans teorilerini destekler niteliktedir.

Taner ve Akkaya (2005); davranışsal finansın kapsamını ve boyutlarını inceleyerek, yatırımcıların finansal kararlarına etki eden temel unsurları algısal psikoloji çerçevesinde değerlendirmişlerdir. Çalışmada günümüz piyasalarının tam etkin bir şekilde faaliyet gösteremediğini ve bu koşullar altında yatırımcı psikolojisinin alınan kararda etkili olup finans piyasalarını etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Toshino ve Suto (2004); Japonya'daki kurumsal yatırımcıların aşırı iyimserlik yanlılığına sahip olup olmadıklarını araştırmışlardır. 488 kurumsal yatırımcıya aşırı iyimserlik yanlılığını değerlendirmek için anket uygulamışlardır. Katılımcılardan Nikkie ve Dow Jones Endeksinin bir ay ve bir yılsonundaki değerlerini tahminlemeleri istenmiştir. Çalışmanın sonucuna göre Japon kurumsal yatırımcılar piyasanın gelecekteki getirilerini tahminlerken aşırı iyimser davranmışlardır. Hatta tahminlemede zaman aralığı uzadıkça paralel olarak artan belirsizliğe göre aşırı iyimserliğin de arttığı bulgulanmıştır. Ayrıca bu çalışmadan elde edilen diğer bir sonuç ise; yatırımcılar yerel piyasadaki yatırım araçlarına yabancı piyasalardaki yatırım araçlarından daha fazla iyimserlik eğilimi gösterişlerdir.

Ülkü (2001); 1989-2000 yılları arasındaki aylık veriler ile yaptığı çalışmada İMKB'de aşırı reaksiyon anomalisinin varlığı gözlemlenmiştir. Bu çalışma, davranışsal finansın öne sürdüğü aşırı reaksiyon eğiliminin İMKB'de görüldüğünü göstermektedir.

Yalçın (2009); bireysel yatırımcıların karar alma süreçlerindeki sergiledikleri rasyonel olmayan davranışları ile ilgili bir çalışma yapmıştır. Bu çalışmasında anket yöntemiyle verileri toplamış ve bu anket sonuçlarına göre; aşırı güven, aşırı iyimserlik, kontrol yanılısaması, bilgi yanılısaması, kendine atfetme yanlılığı, sürü psikolojisi gibi davranışsal finanstaki psikolojik eğilimlerin yatırımcıların kararları üzerinde güçlü bir etkiye sahip olduklarını ve bu psikolojik eğilimlerden zarar gördüklerini tespit etmiştir.

Ayrıca cinsiyet ve eğitim düzeyi de kararları farklılaştırmış, erkeklerin kadınlara göre psikolojik eğilimlerden özellikle aşırı iyimserlik, kendi yeteneklerini abartma ve kontrol yanılması konularında daha fazla etkilendiklerini bulgulamıştır.

Literatürdeki çalışmalardan çıkarılan genel sonuç, davranışsal finansın baz aldığı eğilimler, finans piyasalarında faaliyet gösteren bireysel ve kurumsal yatırımcıları etkileyen önemli bir konudur.

3.1.3. Ölçek Geliştirme Aşamaları

Bu kısımda davranışsal finans perspektifinden yatırımcı tercihlerinin değerlendirilmesi adlı bu çalışmanın teorik kısmını destekleyecek olan uygulama kısmını oluşturan anket soruları ve içeriği üzerine inceleme yapılacaktır. Araştırma için elde etmek istenen veriler, anket yöntemiyle toplanmıştır. Anket formu geniş çaplı yerli ve yabancı literatür taraması sonucu oluşturulan 40 sorudan meydana gelmektedir. Anket formunun bir kısmı katılımcıların kişisel bilgilerini içerirken, bir kısmı finansal profillerini belirlemeye yönelik sorulardan oluşmaktadır. Son olarak büyük bir kısmını ise katılımcıların finansal karar süreçlerinde etkilendikleri psikolojik eğilimleri tespiti yönelik sorulardan oluşmaktadır.

Anketin ilk bölümünde bireysel yatırımcıların sosyo-demografik özelliklerini ortaya çıkarıp, yatırımcıyı tanımak amacıyla sorular hazırlanmıştır. Buna ilişkin olarak katılımcılara; cinsiyeti, yaşı, eğitim görmekte olduğu ya da mezun olduğu alanı, aylık gelir düzeyi ve yaşadıkları yeri ifade eden yapı(kırsal, kentsel ve metropolitan kent) durumları sorulmuştur.

Anketin ikinci bölümünde ise yatırımcıların finansal profillerini belirlemeye yönelik sorular sorulmuştur. Buna ilişkin olarak katılımcılara; finansal araçlara yatırım yapma süreleri yani kaç yıldır yatırım yaptıkları, bütçelerinden yatırımları için ayırdıkları pay, riske girme tutumları, kaç çeşit yatırım aracı kullandıkları, hangi yatırım aracını tercih ettikleri, yatırım araçları tercihinde göz önünde bulundukları faktörleri, yatırım araçları tercihlerinde dikkate aldıkları bilgi kaynakları, yatırımcının yüksek kazanç sağlayabilmesi için gerekli olan özelliği ve taşıdığı kişilik özelliği sorulmuştur. Kendilerine uygun olan seçeneği belirtmeleri istenilmiştir.

Anketin üçüncü bölümünde ise; anket katılımcılarının davranışsal finans kapsamında ele alınan psikolojik eğilimleri taşıyıp taşımadıklarını tespit etmek ve değerlendirmek amacıyla davranışsal finansa ait psikolojik eğilimlerle ilgili önermeler sunulmuş ve 5'li likert Ölçeği kullanılarak hazırlanan kodlamalarla bu eğilimleri ne ölçüde taşıdıkları tespit edilmeye çalışılmıştır.

Ayrıca son olarak katılımcılara karar verme tercihleri ile ilgili önermeler sunulmuş ve katılımcılardan bu önermelerden kendileri için en uygun olanını seçmeleri istenilmiştir. Bununla ilgili oluşturulan önermelerden katılımcıların çerçeveleme, zihinsel sınıflandırma vb. algısal sapmalar taşıyıp taşımadıkları tespit edilmeye çalışılmıştır.

Araştırma sonucunda ankette elde edilen veriler SPSS 24.0 istatistik paket programında analiz edilerek değerlendirilmiştir. Verilerin değerlendirilmesinde veri özelliğimize ve amacımıza uygun olarak Ki-Kare (χ^2 / Chi Square) testi kullanılmıştır. Özetle anketin ilk bölümünde cinsiyet, yaş, eğitimi devam eden ya da mezun olunan alan sorusu, aylık gelir düzeyi ve yaşanan yerin özelliği (kırsal-kentsel-metropolitan) sorularla katılımcıların demografik profilleri ortaya konulmuştur. Daha sonra yatırım yapma sıklığı, yatırımlarında kullandığı bilgi kaynakları, hangi tür yatırım araçlarını tercih ettiği gibi sorular sorularla katılımcıların finansal profilinin tanınması hedeflenmiştir. Bundan sonraki aşamada yatırımcının stres ve belirsizlik unsurları altında yatırım kararlarında rol oynayan davranışsal finans kapsamındaki psikolojik eğilimlere yönelik sorularla yatırımcının bu eğilimi gösterip göstermediği araştırılmıştır. Çalışma sonuçları frekans analizleri ile her başlık altında tablo ile gösterilip açıklanmıştır. Cinsiyet ve coğrafi yaşam alanı ile davranışsal finans kapsamında ele alınan psikolojik eğilimler arasında ilişki olup olmadığı Ki-Kare testi ile incelenmiştir.

3.1.4. Ana Kütle ve Verilerin Toplanması

Araştırmanın ana kütesini İzmir, Mersin ve Adana'da bulunan bireysel yatırımcılar oluşturmaktadır. Katılımcıların demografik özelliklerini tespit edip, finansal profillerini belirleyerek yatırım kararları alırken davranışsal finansa konu olan psikolojik eğilimlerden, ön yargılardan etkilenip etkilenmediğini tespit etmek

amacıyla geniş bir şekilde yapılan yerli ve yabancı literatür taraması sonucu oluşturulmuştur. Anket çalışması tesadüfi örneklem yoluyla seçilen 425 (460 adet anket formu dağıtılmıştır. 35 adet anket güvenilir cevaplar içermediği için örneklem grubundan çıkarılmıştır) katılımcıyla, 27.11.2018-29.01.2019 tarihleri arasında yüzyüze görüşme yöntemiyle uygulanmış ve bunlara ilişkin veriler değerlendirilip, yorumlanarak öneriler sunulmuştur.

3.1.5. Araştırmanın Kısıtları

Araştırmanın kapsamını bireysel yatırımcılar oluşturmaktadır. Çalışmanın teorik kısmına destek sağlaması amacıyla sürdürülen uygulama kısmı için hazırlanan anket 425 bireysel yatırımcıya uygulandığı için kurumsal yatırımcıya genellenemez. Bu çalışmadaki en önemli kısıtlardan birisi de zaman, maliyet ve mekân kısıtıdır. Ana kütlelerin tamamına ulaşmanın bu kısıtları içermesinden ötürü neredeyse imkânsız hale gelmesi çalışmayı örneklem grubuyla kısıtlamaya zorlamaktadır. Dolayısıyla araştırma İzmir, Mersin ve Adana (başka illerde yaşayıp geçici süreliğine buralarda ikamet edenleri de kapsamaktadır) bireysel yatırımcılarla kısıtlı kalmıştır. Özetle belirsiz ve değişken koşullar altında olduğumuzu göz önüne aldığımızda literatürdeki diğer araştırmalarda olduğu gibi bu çalışmada da zaman ve mekân kısıtı mevcuttur.

Bir diğer kısıt ise elde edilen bulgular bireylerden toplanan verilerden oluştuğu için sübjektiflik içermektedir. Bu durumda bireylerin verdikleri cevaplar doğru kabul edilerek çalışma sürdürülmüştür.

Ayrıca Türkiye'deki sayısı gittikçe artan yabancı yatırımcılara ulaşmanın zorluğundan dolayı yalnızca yerli yatırımcılarla bu araştırma yapılarak, yabancı yatırımcılar kapsam dışı bırakılmıştır.

Ayrıca araştırmanın temel unsuru "insan" olduğu için sosyal bilimlerdeki olan kısıtlar bu çalışmada da kendini göstermekte ve sayısal bulguların güvenilirliği, veri edinmede yararlanılan anket yönteminin özellikleriyle kısıtlı kalmaktadır.

3.1.6. Elde Edilen Verileri Analiz Etmek İçin Kullanılan İstatistikî Teknikler

Anket çalışması sonucu elde edilen verilerin analizi SPSS 24.0 paket programı ile yapılmıştır. Öncelikle ankette yer alan bütün ifadelere yönelik frekans analizleri yapılmıştır. Verilen niteliği ve amacımız gereği Ki-Kare (χ^2 / Chi Square) test yöntemi kullanılmıştır. Ki-Kare testi ile iki değişken arasında ilişki olup olmadığı tespit edilmektedir.

Anket sorularının güvenilirliği ise Cronbach Alpha değerinin bulunması ile tespit edilmektedir. Cronbach Alpha katsayısı, söz konusu anketin toplam güvenilirliğini göstermektedir. Cronbach Alpha katsayısı 1'e ne kadar yakınsa ölçekteki ifadelerin iç tutarlılığı da o kadar yüksektir. 0,7'den büyük bir değer anket sorularının ölçek güvenilirliği için beklenen bir durumdur. Fakat genel olarak 0,60 ile 0,80 arasındaki Alpha katsayısı anketin yüksek güvenilirlik taşıdığını göstermektedir. Bu çalışmadaki anket soruları için yapılan Cronbach Alpha değerinin 0,788 çıkması verilerin istatistikî analiz için güvenilirliğini göstermektedir (Bkz. Tablo 1). Cronbach Alpha analizi yapılırken demografik değişkenler analize dâhil edilmemiştir.

Tablo 1: Güvenilirlik Analizi

Güvenilirlik Analizi	
Cronbach's Alpha	Soru Sayısı
0,788	40

3.2. ARAŞTIRMANIN BULGULARI VE SONUÇLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ

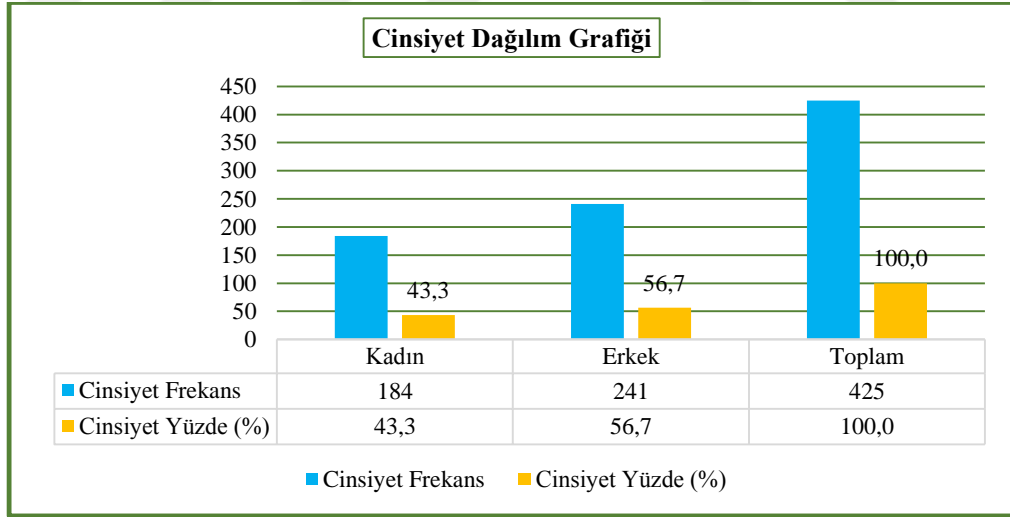
“Davranışsal Finans Perspektifinden Yatırımcı Tercihlerinin Değerlendirilmesi” adlı çalışmada araştırma türlerinden tanımlayıcı (betimleyici) ve anket (survey) araştırma modeli kullanılmıştır. Anket 40 sorudan oluşmaktadır. Çalışmanın teorik kısmını desteklemek için yapılan anket çalışması, araştırmaya

katılan deneklerin sosyo-demografik özelliklerini, finansal profillerini ve davranışsal finans kapsamında ele alınan psikolojik ön yargılardan ne ölçüde etkilendiklerini içeren bulguların değerlendirmesini içermektedir.

3.2.1. Bireysel Yatırımcıların Sosyo-Demografik Özelliklerinin Analizi

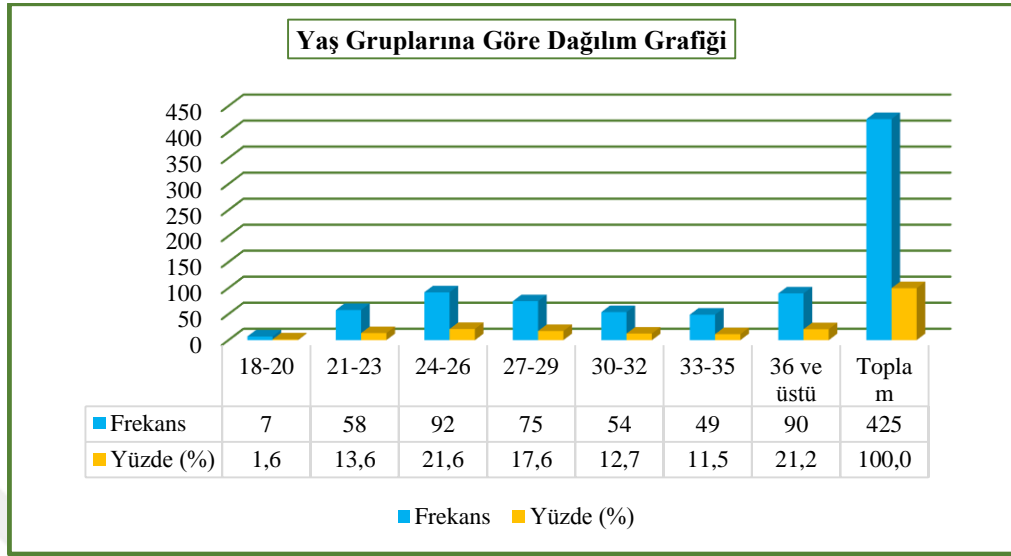
Anketin ilk bölümünü bireysel yatırımcıların sosyo-demografik özelliklerini ölçmek amacıyla hazırlanmış tanımlayıcı sorular oluşturmaktadır. Sosyo-demografik özellikleri ölçmeye ilişkin deneklere; yaşı, cinsiyeti, yaşadığı yeri tanımlayan ifade (kırsal, kentsel ve metropolitan kent), hangi alanda eğitiminin devam ettiği ya da hangi alandan mezun olduğu, aylık gelir düzeyi gibi sorular sorulmuş ve bu sayede ankette asıl ölçülmek istenen kriterlere yardımcı kişisel bilgiler elde edilmiştir. Sosyo-demografik özelliklerin tespitinde frekans analizi yapılarak oluşturulan tablolarla sayısal ifadeler verilerek açıklanmıştır.

Şekil 11: Ankete Katılan Yatırımcıların Cinsiyetlerine Göre Dağılım Grafiği



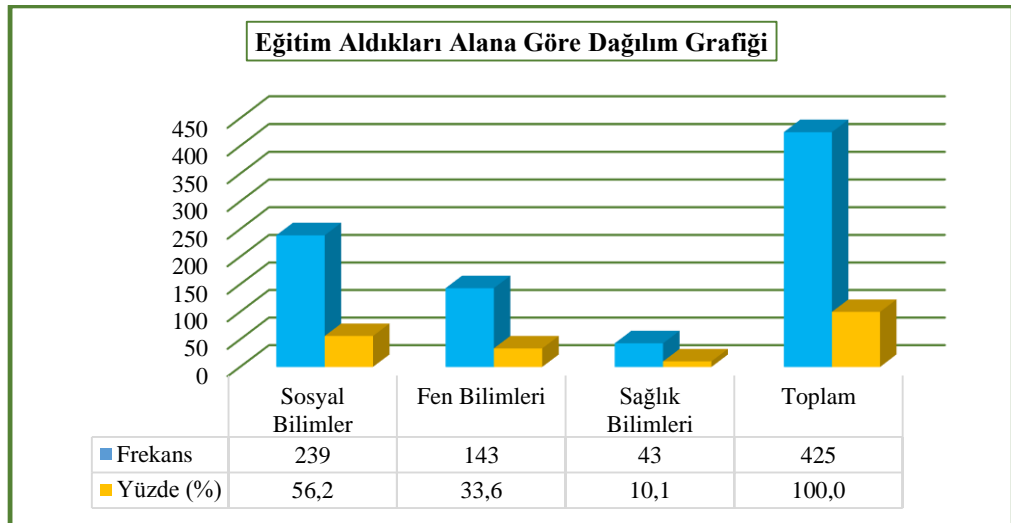
Şekil 11'e bakıldığında anket katılımcılarının toplam 425 kişiden oluştuğu görülmektedir. Bunlardan %43,3'ü (184 kişi) kadın, %56,7'si (241 kişi) erkektir. Erkek ve kadın yatırımcıların sayıca oranı arasında fazla fark yoktur. Sayısal dağılıma göre kadınların da yatırıma odaklandığı görülmektedir.

Şekil 12: Ankete Katılan Yatırımcıların Yaş Gruplarına Göre Dağılım Grafiği



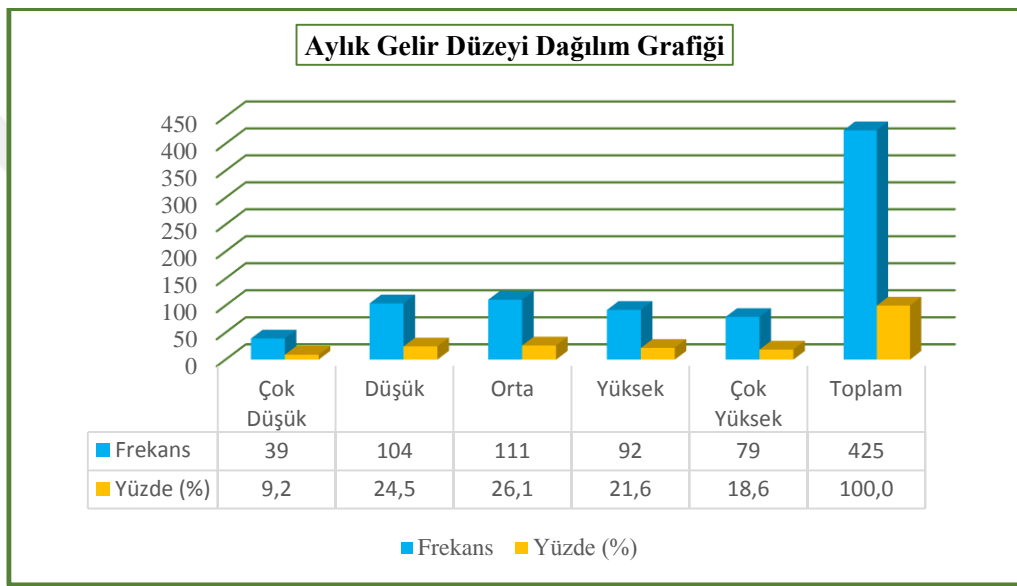
Katılımcılar yaş grupları dağılımı açısından incelendiğinde; %1,6'si (7 kişi) 18-20 yaş grubu aralığında, %13,6'si (58 kişi) 21-23 yaş grubu aralığında, %21,6 (92 kişi) 24-26 yaş aralığında, %17,6'si (75 kişi) 27-29 yaş aralığında, %12,7'si (54 kişi) 30-32 yaş aralığında, %11,5'i (49 kişi) 33-35 yaş aralığında ve %21,2 (90 kişi) ise 35 yaş üstü grubundadır. 18-20 yaş aralığındaki oluşturulan sayı azınlıktadır. En fazla 24-26 yaş aralığı yatırımcı varken, bunu 36 yaş üstü yatırımcılar takip etmektedir.

Şekil 13: Ankete Katılan Yatırımcıların Eğitim Aldıkları Alana Göre Dağılım Grafiği



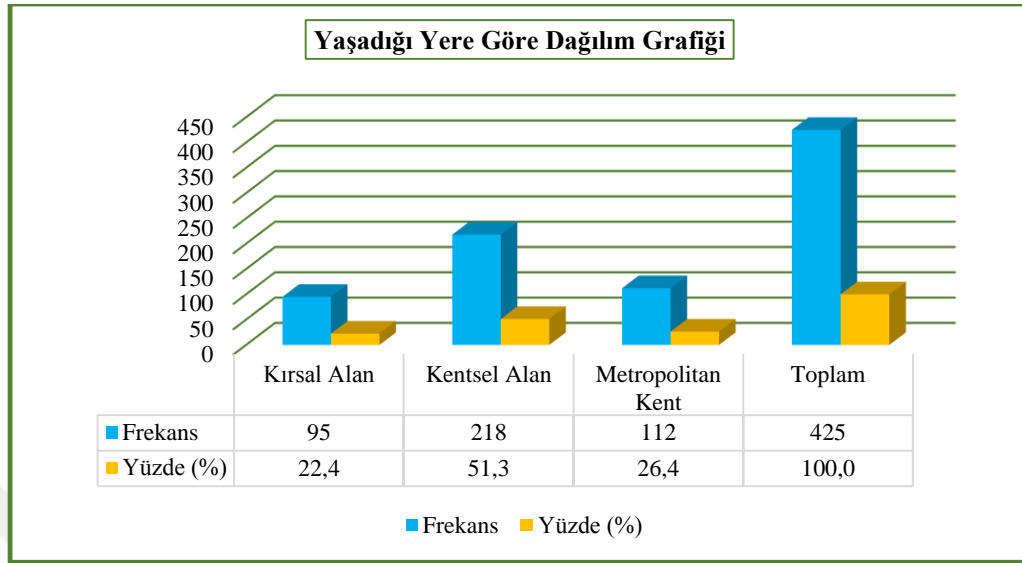
Katılımcılar, eğitim aldıkları/mezun oldukları alana göre değerlendirilmiştir. %33,6'sının (143 kişi) fen bilimleri alanında eğitim aldıkları / mezun oldukları, %10,1'inin (43 kişi) ise sağlık bilimleri alanında eğitim aldıkları / mezun oldukları bulgulanmıştır. Katılımcıların büyük çoğunluğunun %56,2'sinin (239 kişi) ise sosyal bilimler alanında eğitim aldıkları / mezun oldukları görülmüştür. Alanları farklı olsa da yatırımcılar temel düzeyde finans bilgisine sahip bireylerdir.

Şekil 14: Ankete Katılan Yatırımcıların Aylık Gelir Düzeylerine Göre Dağılım Grafiği



Şekil 14'te anket katılımcılarının aylık gelir düzeylerine göre dağılımları gösterilmektedir. Katılımcıların %9,2'si (39 kişi) çok düşük gelire, %24,5'i (104 kişi) düşük gelire, %26,1'i (111 kişi) orta düzeyde gelire, %21,6'sı (92 kişi) yüksek düzey gelire, %18,6'sı (79 kişi) çok yüksek düzey gelire sahip olduklarını beyan etmişlerdir. Çok düşük gelire sahip olan yatırımcıların sayısı diğerlerine göre azdır. Bu çalışmada en fazla düşük ve orta gelirli yatırımcılar mevcuttur. Yatırımcıların %40'ı yüksek ve çok yüksek gelire sahiptirler.

Şekil 15: Ankete Katılan Yatırımcıların Yaşadığı Yere Göre Dağılım Grafiği

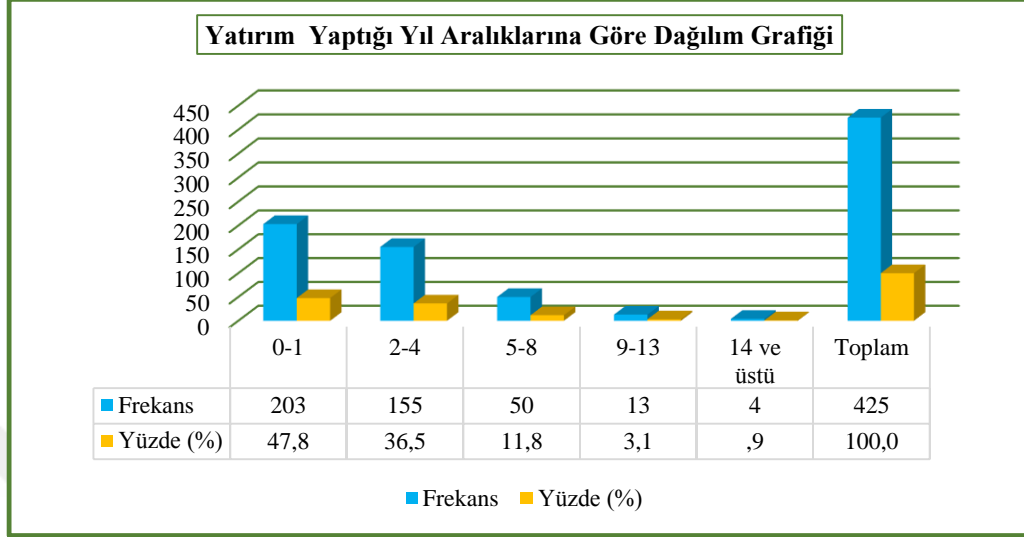


Şekil 15’te katılımcılara “Aşağıdaki seçeneklerden hangisi sizin yaşadığınız yeri ifade etmektedir?” sorusu sorularak yaşadıkları yerin özelliği hakkında bilgi edinilmek amaçlanmıştır. Katılımcıların %22,4’ü (95 kişi) kırsal alanda, %26,4’ü (112 kişi) metropolitan kentte yaşamaktadır. Fakat büyük çoğunluğu oluşturan %51,3’ü (218 kişi) kentsel alanda yaşamaktadır.

3.2.2. Bireysel Yatırımcıların Finansal Profillerinin Analizi

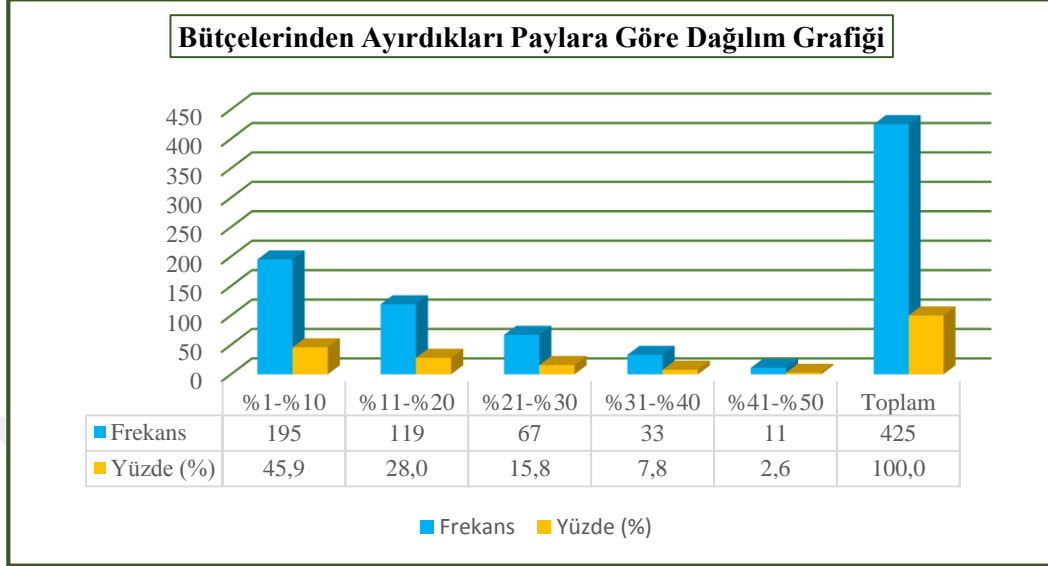
Bireysel yatırımcıların finansal profillerini tespit etmek amacıyla yapılan anket çalışmasında deneklere kaç yıldır yatırım yaptıkları, bütçelerinden bu yatırımlar için ne kadar pay ayırdıkları, riske girme konusundaki tutumları, kaç çeşit yatırım aracına yatırım yaptıkları, hangi yatırım araçlarını tercih ettikleri, bu yatırım araçlarını tercih ederken hangi faktörlere önem verdikleri, yatırım tercihlerinde göz önünde bulundurdıkları yani yararlandıkları bilgi kaynakları, yatırımcının yüksek kazanç elde edebilmesi için kendisinde bulunması gereken özellik ve son olarak da taşıdığı kişilik özelliği sorulmuştur.

Şekil 16: Ankete Katılan Yatırımcıların Finansal Araçlara Yatırım Yaptığı Yıl Aralıklarına Göre Dağılım Grafiği



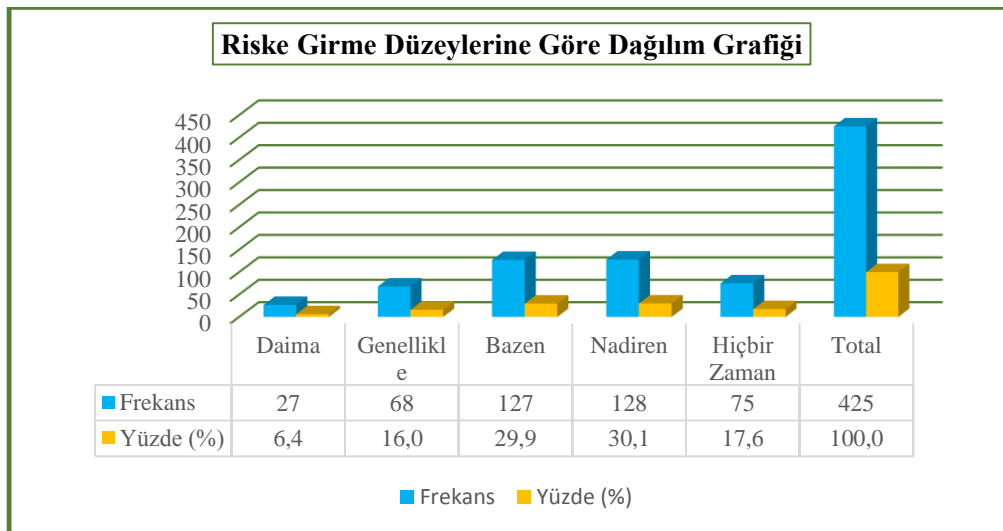
Şekil 16’da katılımcıların kaç yıldır finansal yatırım araçlarına yatırım yaptıklarının dağılımı verilmiştir. Katılımcıların büyük çoğunluğu yani %47,8’i (203 kişi) 0-1 yıl gibi aralıkta henüz kısa dönemdir yatırım yapanlardan oluşmaktadır. %36,5’sı (155 kişi) 2-4 yıl aralığında, %11,8’i (50 kişi) 5-8 yıl aralığında, %4’lük bir kısmı ise 9 yıl ve üstünde bir süredir yatırım yapanlardan oluşmaktadır. Katılımcılarımızın büyük çoğunluğu kısa 0-4 (0-1 ve 2-4) yıl aralığında yatırım yapanlardan oluşmaktadır.

Şekil 17: Yatırımcıların Bütçelerinden Yatırımları İçin Ayırdıkları Paylara Göre Dağılım Grafiği



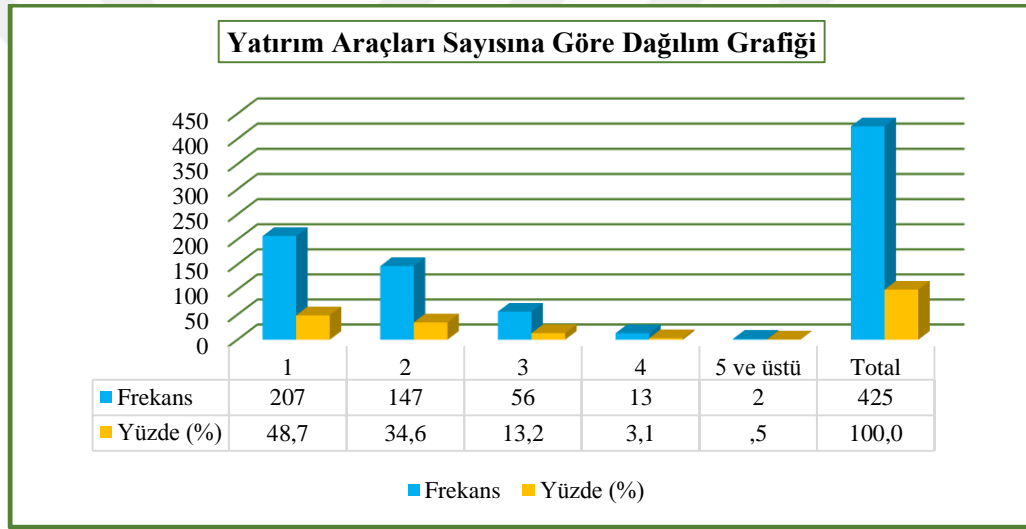
Şekil 17’de katılımcıların finansal yatırımları için bütçelerinden ayırdıkları tasarruflarının dağılımı oran olarak gösterilmiştir. Katılımcıların %45,9’luk (195 kişi) bir bölümü aylık gelirlerinden %1-%10 arasında bir bütçe ayırmaktadır. Katılımcıların %28’i (119 kişi) ise gelirlerinden %11-%20 arasında, %15,8’i (67 kişi) %21-%30 arasında, %7,8’i (33 kişi) %31-%40 arasında bütçe ayırmaktadırlar. Katılımcıların %2,6’sı (11 kişi) gelirlerinden %41-%50 arasında bir pay ayırmaktadırlar.

Şekil 18: Yatırımcıların Riske Girme Eğilim Grafiği



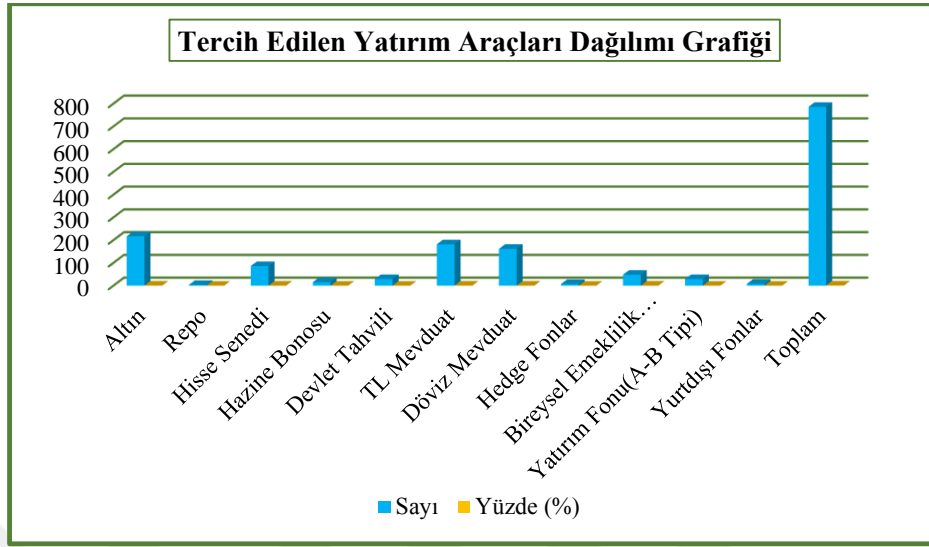
Şekil 18’de katılımcıların riske karşı yaklaşımları, yani risk alıp almama eğilimleri gösterilmiştir. Katılımcıların %6,4’ü (27 kişi) ‘daima’ riske girdiğini ifade ederken, %17,6’sı (75 kişi) ‘hiçbir zaman’ riske girmediklerini ifade etmişlerdir. Katılımcıların %29,9’u (127 kişi) ‘bazen’, %30,1’i (128 kişi) ise nadiren riske girdiğini beyan etmiştir. %30,1’i (128 kişi) ise ‘nadiren’ de olsa riske girdiklerini belirtmişlerdir. Katılımcıların riske girme konusunda ağırlıklı olarak ‘bazen’, ‘nadiren’ ve ‘hiçbir zaman’ seçeneklerini tercih ettikleri riskten kaçınan bir tutum sergilediklerini ifade etmektedir.

Şekil 19: Yatırımcıların Bulundurdıkları Yatırım Araçları Sayısına Göre Dağılım Grafiği



Şekil 19’da katılımcıların portföylerinde kaç çeşit yatırım aracı bulundurduğunu gösteren bilgiler verilmiştir. %83,3’ü (354 kişi) 1 veya 2 yatırım aracına yatırım yaptığını ifade etmiştir. Bu oran katılımcıların büyük kısmını oluşturmaktadır. %13,2’si (56 kişi) portföyünde 3 çeşit yatırım aracı bulundururken, %3,1’i (13 kişi) 4 çeşit yatırım aracı bulundurmaktadır. %0,5’i ise 5 ve üstü yatırım aracına yatırım yapmaktadır. Şekil’de görüldüğü üzere katılımcıların çoğu portföylerinde 1 veya 2 yatırım aracı bulundurmaktadır. Katılımcıların portföy çeşitlendirmesinden uzak kaldığı ifade edilebilir.

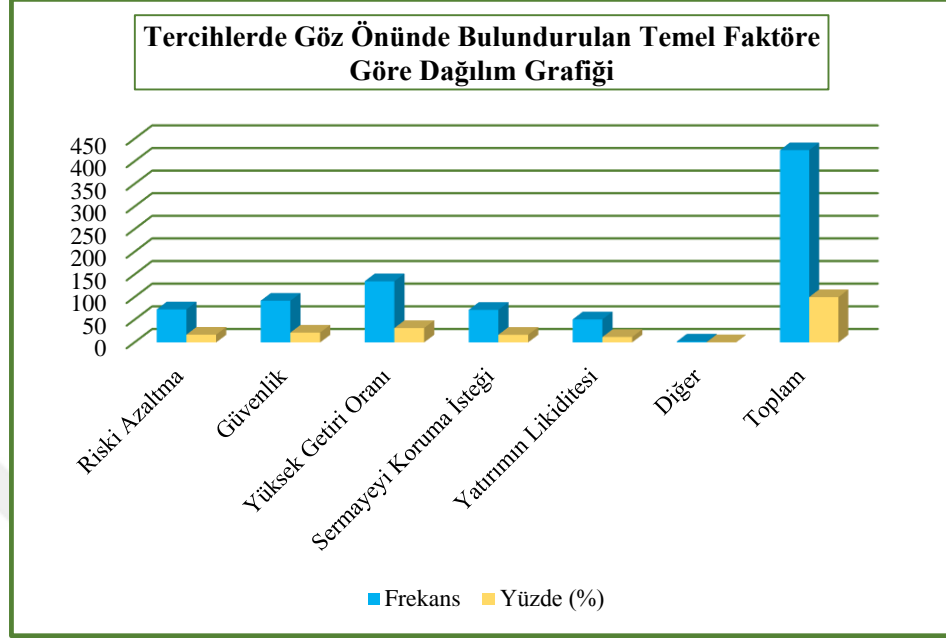
Şekil 20: Yatırımcıların Tercih Ettikleri Yatırım Araçları Dağılım Grafiği



***Çoklu yanıt olduğu için toplam N sayısı örneklem sayısını geçmektedir.

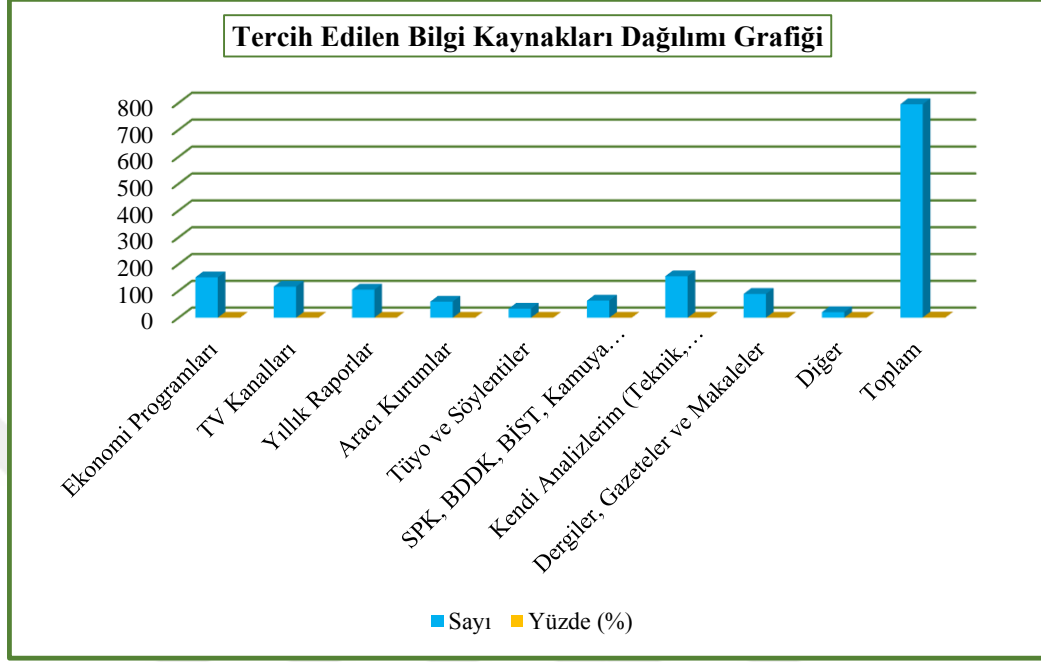
Şekil 20’de çalışmaya katılan yatırımcıların tercih ettikleri yatırım araçları dağılımı verilmektedir. Grafikte de görüldüğü üzere en çok tercih edilen yatırım aracı altındır. Yatırımcıların %27,6’sı (217 kişi) tasarruflarını altında değerlendirmektedir. Grafikte de görüldüğü üzere en yoğun tercih edilen yatırım aracı altın olmuştur. Yatırımcıların en fazla tercih ettikleri ikinci yatırım aracı %23,2’si (182 kişi) ile TL mevduat, üçüncü en fazla tercih ettikleri yatırım aracı ise %20,6’sı (162 kişi) ile döviz mevduattır. Oranların büyük kısmının altın ve dövizde olması geçmişten bu yana hane halkının tasarruflarını bu alanlarda daha fazla değerlendirmesi ile ilişkilendirilebilir. Katılımcıların; hisse senedine %10,9’u (86 kişi), bireysel emeklilik fonlarına %6,1’i (48 kişi), devlet tahvili ve yatırım fonlarına 3,7’si (29 kişi) yatırımlarını kanalize etmektedir. En az tercih edilen yatırım araçları ise hazine bonosu, hedge fonlar, yurtdışı fonları ve repodur.

Şekil 21: Yatırımcıların Yatırım Tercihlerinde Göz Önünde Bulundurdıkları Temel Faktöre Göre Dağılım Grafiği



Şekil 21’de yatırımcıların yatırımlarını yaparken göz önünde bulundurdıkları temel faktörlerin, onlar için en önemli olan kriterin seçeneklerden hangisi olduğu sorulduğunda alınan yanıtların dağılımı gösterilmiştir. Katılımcıların %31,8’i (135 kişi) yüksek getiri oranının dikkate aldıkları temel faktör olduğunu ifade ederken, %21,6’sı (92 kişi) güvenlik kavramını ön planda tutmuşlardır. Katılımcıların %17,2’si (73 kişi) riski azaltma kriterini ön planda tutarken, %16,9’u (72 kişi) sermayeyi koruma isteğinin dikkate alınması gereken kriter olduğunu ifade etmişlerdir. Katılımcıların %12’si (52 kişi) için yatırımın likiditesi temel kriterdir. Katılımcılardan %0,5’i (2 kişi) ise diğer seçeneğini tercih ederek değer kaybetmeme kriterini göz önünde bulundurdıklarını ifade etmişlerdir. Katılımcılar tarafından yatırımlarında en çok tercih edilen kriter yüksek getiri oranıdır. Bireyler yatırımlarından en yüksek getiriyi elde etmeyi hedeflemektedirler. Ayrıca ikinci önem verilen kriter güvenlidir. Yüksek getirinin yanı sıra güvenli varlıklara yatırım yapmak da temel kriterlerden biridir.

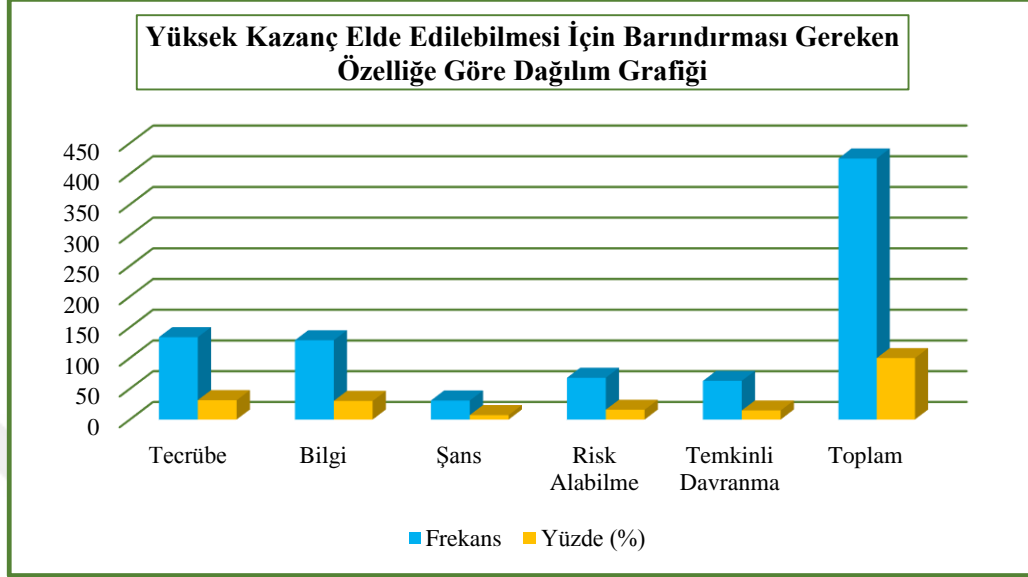
Şekil 22: Yatırımcıların Yatırım Araçları Tercihinde Göz Önünde Bulundurdıkları Bilgi Kaynakları Dağılım Grafiği



***Çoklu yanıt olduğu için toplam N sayısı örneklem sayısını geçmektedir.

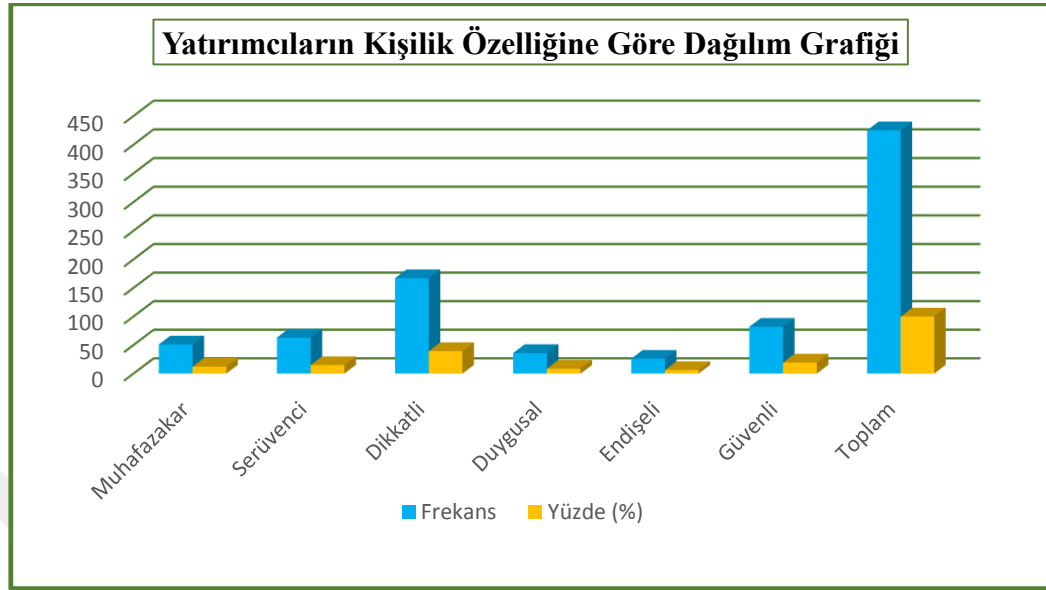
Şekil 22’de yatırımcıların yatırım araçları tercihlerini belirlerken hangi bilgi kaynaklarına başvurduklarının dağılımı gösterilmiştir. Bir katılımcı birden fazla bilgi kaynağını seçebilmektedir. Katılımcılar en çok kendi analizlerine başvurduklarını belirtmişleridir. %19,5’u (155 kişi) kendi analizlerini (teknik, temel analizler), %19’u (151 kişi) ekonomi programlarını, %14,6’sı (116 kişi) TV kanallarını, %13,2’si (105 kişi) yıllık raporları bilgi edinmede öncelikli olarak kullanmaktadır. %11,2’si (89 kişi) dergi, makale ve gazetelerden bilgi edindiklerini belirtirken, %8,1’i (64 kişi) SPK, BDDK, BİST, KAP’ı tercih etmiştir. %7,5’u (60 kişi) aracı kurumlarını, &4,3’ü (34 kişi) tüyo ve söylentileri bilgi kaynağı olarak tercih etmişlerdir. Yalnızca %2,6’sı (21 kişi) diğer seçeneğini işaretleyerek, internet, sosyal medya (facebook, instagram, twitter) gibi araçları bilgi kaynağı olarak kullandıklarını belirtmişlerdir. Katılımcıların yatırım araçları tercihinde en fazla kendi analizlerine başvurdukları, ikinci olarak ekonomi programlarından, üçüncü olarak ise TV kanallarından falandıkları bulunmuştur.

Şekil 23: Yatırımcıların Yüksek Kazanç Sağlayabilmesi İçin Barındırması Gereken Özelliğe Göre Dağılım Grafiği



Şekil 23’de bir yatırımcının yüksek kazanç sağlayabilmesi için kendisinde bulunması gereken temel özelliğin ne olduğunu sorusuna verilen yanıtların dağılımı gösterilmektedir. Katılımcıların %31,5’i (134 kişi) yüksek kazanç elde edebilmesi için kendisinde bulunması gereken en temel özelliğin tecrübe olduğunu belirtirken, %30,4 (129 kişi) ise bilgi olduğunu ifade etmişlerdir. Tecrübeyi ve bilgiyi tercih edenlerin oranlarına bakıldığında neredeyse aynı öneme sahip iki kavram olarak sonuçlara yansımıştır. Katılımcıların %16’sı (68 kişi) risk alabilmeyi tercih ederken, temkinli davranmayı tercih edenlerin oranı %14,8 (63 kişi) olarak görülmektedir. %7,3’ü (31 kişi) ise şans yüksek kazanç sağlamada temel faktör olarak değerlendirmişlerdir. Tecrübe ve bilgi, yüksek kazanç sağlamada en çok tercih edilen kriterler olmuştur. Şansın yüksek kazanç sağlamada temel özellik olduğunu beyan eden katılımcılar toplam katılımcıların %7,3’ünü oluşturmaktadır. Şans en az tercih edilen seçenek olmuştur.

Şekil 24: Yatırımcıların Taşıdıkları Kişilik Özelliklerine Göre Dağılım Grafiği



Şekil 24'te yatırımlarında yatırımcıların kişilik özelliğine yönelik sorulan soruda verdikleri yanıtların dağılımı gösterilmiştir. Grafikte de görüldüğü gibi dikkatli olma özelliği yatırımcıların %39,3'ü (167 kişi) tarafından tercih edilmiştir. En çok tercih edilen özellik 'dikkatli' kavramıdır. Bunu %19,3 (82 kişi) ile 'güvenli' seçeneği takip etmektedir. Katılımcıların %14,8'i (63 kişi) 'serüvenci', %12'si (51 kişi) 'muhafazakâr' özelliğini taşıdıklarını ifade etmişlerdir. %8,5'u (36 kişi) 'duygusal' kişilik özelliğini seçerken, en az tercih edilen 'endişeli' seçeneği olmuştur. Katılımcıların %39,3'ü dikkatli olmanın yatırımcının kişilik özelliklerinden biri olması gerektiğini beyan ederek, yatırım kararlarında dikkatin gerekli olduğunu ve önemini göstermişlerdir.

3.2.3. Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararlarında Etkilendikleri Temel Psikolojik Eğilimlerin Tespitine Yönelik Analiz

Bu araştırma kapsamında yapılan çalışmada bireysel yatırımcılara anket uygulanmış, veriler ise SPSS 24.0 paket programına aktarılmıştır. İlk olarak önceki kısımda bahsedildiği gibi demografik özellikler tespit edilip sunulmuş ve finansal profillerini tespit amaçlı sorular incelenmiştir. Bu kısımda ise bireysel yatırımcıların

yatırım kararlarında etkilendikleri temel psikolojik eğilimlerin tespitine yönelik sorulan soruların analizi yapıp, değerlendirilmiştir. Yatırımcıların aşırı güven sahibi olup olmadıkları, aşırı iyimser olup olmadıkları, kararlarında mevcudiyet etkisinin olup olmadığı, belirsizlikten kaçınma yanlılığı gösterip göstermedikleri, kayıptan kaçınma eğilimi sergileyip sergilemedikleri, temsililik hevristikine sahip olup olmadıkları, sürü davranışı eğilimi sergileyip sergilemedikleri, aşına olana yatırım yapma eğilimi gösterip göstermedikleri sunulan varsayımlara dayanılarak tespit edilip, analizlerle değerlendirilmiştir. Ayrıca, yatınlık etkisini, yatırımcıların kendine atfetme yanlılığını ne derece gösterdikleri, muhafazakârlık sahibi olup olmadıklarını, kendilerini doğrulatma ve pişmanlıktan kaçınma yanlılığına sahip olup olmadıklarını kendilerine sunulan varsayımlarla tespit etmek amaçlanmıştır. Son olarak riskten kaçınma (yılan sokma etkisi), pişmanlıktan kaçınma (yatınlık etkisi), zihinsel sınıflandırma, çerçeveleme etkisi, kumarbaz yanlılığı eğilimleri oluşturulan varsayımlara verilen cevaplarla analiz edilip, tablolarla sunulmuştur.

Deneklere bu önermelere hangi düzeyde katıldıkları sorulmuştur. Önermelerin düzey ölçümleri 1-Kesinlikle Katılmıyorum, 2-Katılmıyorum, 3-Kararsızım, 4-Katılıyorum, 5-Kesinlikle Katılıyorum olarak derecelendirilerek yapılmıştır. Katılımcılar ne düzeyde katıldıklarını 1 ve 5 arasında bir değer vererek belirtmişlerdir.

3.2.3.1. Aşırı Güven Yanlılığı İçeren Önermelerin Analizi

Bireylerin, kendilerinin bilgi ve yeteneklerini gerçekte olduğu düzeyden daha yüksekte görmesidir. Bilişsel psikoloji alanındaki çalışmaların çoğunda bireylerin aşırı güven eğilimi gösterdiği bulgulanmıştır. Ankette yer verilen bu iki soru ile de yatırımcıların 'aşırı güven eğilimi' taşıyıp taşımadıklarını tespit etmek amaçlanmıştır.

**Yatırımlarım için aldığım kararlarda kendime olan güvenim çok yüksektir.

**Benim yatırım tercihlerim daima piyasaya göre daha fazla getiri sağlar.

Tablo 2: “Yatırımlarım İçin Aldığım Kararlarda Kendime Olan Güvenim Çok Yüksek” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	17	4,0	4,0	4	4,00	3,70
Katılmıyorum	82	19,3	23,3			
Kararsızım	24	5,6	28,9			
Katılıyorum	190	44,7	73,6			
Kesinlikle Katılıyorum	112	26,4	100,0			
Toplam	425	100,0				

Rasyonel yatırımcılar aşırı iyimser tutumlar sergilemekten kaçınarak yalnızca başarılı durumlarını değil başarısızlıklarını da dikkate alarak güncel ve somut veriler nezdinde, kararlarını alırlar. Fakat gerçekte bireyler doğası gereği kendi yeteneklerine, karar verme potansiyellerine, duygu ve düşüncelerinin en doğrusunu bulacağına gereğinden fazla inanırlar. Tablo 2’de “Yatırımlarım için aldığım kararlarda kendime olan güvenim çok yüksektir” önermesi için ankete katılan 425 katılımcının %4’ü (17 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %19,3’ü (82 kişi) “Katılmıyorum”, %5,6’sı (24 kişi) “Kararsızım”, %44,7’si (190 kişi) “Katılıyorum” ve %26,4’ü (112 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum” ölçeklerini tercih etmişlerdir. Tabloya bakıldığında katılımcıların büyük çoğunluğu yani %71,1’i kesinlikle katılıyorum ve katılıyorum seçeneklerini tercih etmişlerdir. Ayrıca 3,70 ortalama ile “Katılıyorum (4)” ölçeğine çok yakın bir sonuç çıkmıştır. Bu sonuca göre katılımcıların büyük çoğunluğunun aşırı güven eğilimini taşıdıkları tespit edilmiştir. Önermenin modu yani en çok tekrarlanan ölçeği ise katılıyorum (4) seçeneği olmuştur.

Tablo 3: “Benim Yatırım Tercihlerim Daima Piyasaya Göre Daha Fazla Getiri Sağlar” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	25	5,9	5,9	4	4,00	3,61
Katılmıyorum	74	17,4	23,3			
Kararsızım	49	11,5	34,8			
Katılıyorum	172	40,5	75,3			
Kesinlikle Katılıyorum	105	24,7	100,0			
Toplam	425	100,0				

“Benim yatırım tercihlerim daima piyasaya göre daha fazla getiri sağlar.” önermesi de yatırımcıların aşırı güven yanlılığını ölçmek için sunulmuştur. Katılımcıların bu önermeye verdiği cevaplar Tablo 3’de sunulmuştur. Anket katılımcılarımızın %5,9’u (25 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %17,4’ü (74 kişi) “Katılmıyorum”, %11,5 (49 kişi) “Kararsızım”, %40,5’i (172 kişi) “Katılıyorum”, %24,7’si (105 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum” ifadelerini seçmişlerdir. Katılımcıların büyük çoğunluğu yani %65,2’si “Kesinlikle Katılıyorum” ve “Katılıyorum” seçeneklerini tercih etmişlerdir. Ayrıca 3,61 ortalama ile “Katılıyorum (4)” ölçeğine çok yakın bir sonuç elde edilmiştir. Bu sonuçlar değerlendirildiğinde katılımcıların aşırı güven yanlılığı eğilimi taşıdıkları tespit edilmiştir. Yatırımcıların kendi yeteneklerine bu denli aşırı güven duymaları daha riskli yatırımlar yapmalarına, portföylerini daha az çeşitlendirerek riski dağıtmamalarına sebep olabilmektedir. Ayrıca tablodaki mod değerine bakıldığında katılımcıların en çok 4’e karşılık gelen “Katılıyorum” seçeneğini seçtikleri görülmektedir.

3.2.3.2. Aşırı İyimserlik Yanlılığı İçeren Önermelerin Analizi

Aşırı iyimserlik, bireylerin yetenek ve bilgilerini gereğinden fazla değerlemesinden kaynaklanan yanlılıktır. Bireyler başarılı olabilecekleri konusunda fazla iyimser tahminlerde bulunurken, başarısız olabilecekleri konusunda ise düşük tahminlemede bulunurlar. Bireyler belirsizlik altında geleceğin tahminlenmesinde

aşırı iyimser davranırlar. Ankette yer verilen bu iki soru ile yatırımcıların ‘aşırı iyimserlik eğilimi’ taşıyıp taşımadıklarını tespit etmek amaçlanmıştır.

** Önümüzdeki 12 ay içerisinde yatırımlarım piyasa ortalamasından daha yüksek bir getiri sağlayacaktır.

** Gelecek dönemde yerel ve uluslararası piyasalarda meydana gelecek ekonomik gelişmelerin pozitif yönlü olacağını düşünüyorum.

Tablo 4: “Önümüzdeki 12 Ay İçerisinde Yatırımlarım Piyasa Ortalamasından Daha Yüksek Bir Getiri Sağlayacaktır” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	16	3,8	3,8	4	3,00	3,31
Katılmıyorum	108	25,4	29,2			
Kararsızım	92	21,6	50,8			
Katılıyorum	146	34,4	85,2			
Kesinlikle Katılıyorum	63	14,8	100,0			
Toplam	425	100,0				

“Önümüzdeki 12 ay içerisinde yatırımlarım piyasa ortalamasından daha yüksek bir getiri sağlayacaktır” önermesi ile yatırımcıların yatırımlarında aşırı iyimserlik eğilimi gösterip göstermediği tespit edilmektedir. Katılımcıların bu önermeye verdiği cevaplar Tablo 4’de sunulmuştur. Anket katılımcılarımızın %3,8’i (16 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %25,4’ü (108 kişi) “Katılmıyorum”, %21,6 (92 kişi) “Kararsızım”, %34,4’ü (146 kişi) “Katılıyorum”, %14,8’i (63 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum” ifadelerini seçmişlerdir. Katılımcıların %49,2’si “Kesinlikle Katılıyorum” ve “Katılıyorum” seçeneklerini tercih etmişlerdir. Ayrıca tablodaki mod değerine bakıldığında katılımcıların en çok 4’e karşılık gelen “Katılıyorum” seçeneğini seçtikleri görülmektedir. Bu sonuçlar değerlendirildiğinde katılımcıların aşırı iyimserlik yanlılığı eğilimi taşıdıkları tespit edilmiştir.

Tablo 5: “Gelecek Dönemde Yerel ve Uluslararası Piyasalarda Meydana Gelecek Ekonomik Gelişmelerin Pozitif Yönlü Olacağını Düşünüyorum” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	18	4,2	4,2	4	4,00	3,58
Katılmıyorum	95	22,4	26,6			
Kararsızım	50	11,8	38,4			
Katılıyorum	147	34,6	72,9			
Kesinlikle Katılıyorum	115	27,1	100,0			
Toplam	425	100,0				

“Gelecek dönemde yerel ve uluslararası piyasalarda meydana gelecek ekonomik gelişmelerin pozitif yönlü olacağını düşünüyorum” önermesi ile de yatırımcıların yatırımlarında aşırı iyimserlik eğilimi gösterip göstermediği tespit edilmektedir. Katılımcıların bu önermeye verdiği cevaplar Tablo 5’de sunulmuştur. Anket katılımcılarımızın %4,2’si (18 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %22,4’ü (95 kişi) “Katılmıyorum”, %11,8’i (50 kişi) “Kararsızım”, %34,6’sı (147 kişi) “Katılıyorum”, %27,1’i (115 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum” ifadelerini seçmişlerdir. Katılımcıların %61,7’si “Kesinlikle Katılıyorum” ve “Katılıyorum” seçeneklerini tercih etmişlerdir. Ayrıca tablodaki mod değerine bakıldığında katılımcıların en çok 4’e karşılık gelen “Katılıyorum” seçeneğini seçtikleri görülmektedir. Bu sonuçlar değerlendirildiğinde katılımcıların literatüre pararel olarak aşırı iyimserlik eğiliminde oldukları bulgulanmıştır.

3.2.3.3. Kendine Atfetme Yanlılığı İçeren Önermenin Analizi

Kendine atfetme genellikle bireylerin başarıları kendilerini, başarısızlıkları ise bir dış faktöre bağlama eğilimidir. Ankette yer verilen bu soru ile de yatırımcıların ‘Kendine Atfetme Yanlılığı’ taşıyıp taşımadıklarını tespit etmek amaçlanmıştır.

** Finansal yatırımlarımdaki başarıyı kendime, başarısızlığı ise sektör, piyasa, makroekonomik değişkenler gibi dışsal faktörlere bağlarım.

Tablo 6: “Finansal Yatırımlarımdaki Başarıyı Kendime, Başarısızlığı Sektör, Piyasa, Makroekonomik Değişkenler Gibi Dışsal Faktörlere Bağlarım” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	29	6,8	6,8	4	4,00	3,45
Katılmıyorum	89	20,9	27,8			
Kararsızım	55	12,9	40,7			
Katılıyorum	164	38,6	79,3			
Kesinlikle Katılıyorum	88	20,7	100,0			
Toplam	425	100,0				

“Finansal yatırımlarımdaki başarıyı kendime, başarısızlığı ise sektör, piyasa, makroekonomik değişkenler gibi dışsal faktörlere bağlarım” önermesi ile de yatırımcıların yatırımlarında kendine atfetme yanlılığı gösterip göstermediği tespit edilmektedir. Katılımcıların bu önermeye verdiği cevaplar Tablo 6’da sunulmuştur. Anket katılımcılarımızın %6,6’i (29 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %20,9’u (89 kişi) “Katılmıyorum”, %12,9’u (55 kişi) “Kararsızım”, %38,6’sı (164 kişi) “Katılıyorum”, %20,7’si (88 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum” ifadelerini seçmişlerdir. Katılımcıların %59,3’ü “Kesinlikle Katılıyorum” ve “Katılıyorum” seçeneklerini tercih etmişlerdir. Ayrıca tablodaki mod değerine bakıldığında katılımcıların en çok 4’e karşılık gelen “Katılıyorum” seçeneğini seçtikleri görülmektedir. Bu sonuçlar değerlendirildiğinde katılımcıların kendine atfetme yanlılığı taşıdıkları ortaya çıkarılmıştır.

3.2.3.4. Çerçeveleme Yanlılığı İçeren Önermenin Analizi

Çerçeveleme etkisi, insanların karar verme süreçlerinde aynı durumun farklı biçimlerde ifade edilmesi sonucunda aynı durumu farklı algılayıp farklı tepkiler

vermesine yol açan durumdur. Ankette yer verilen bu soru ile yatırımcıların ‘çerçeveleme etkisi yanlılığı’ taşıyıp taşımadıklarını tespit etmek amaçlanmıştır.

**Aşağıdaki iki seçenektan sizin için en uygun olanını seçiniz.

A: A portföyü %70 oranında yararlı

B: B portföyü %30 oranında yararsız

Tablo 7: “Çerçeveleme Etkisi” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde
A portföyü %70 oranında yararlı	351	82,6	82,6
B portföyü %30 oranında yararsız	74	17,4	100,0
Toplam	425	100	

Çerçeveleme etkisi; sunuluş şekli ve yöntemi farklı olan iki aynı durum karşısında farklı tepkiler verilmesi durumunu ifade eden bilişsel önyargıdır. Bu duruma vereceği cevapları tespit etmek amacıyla katılımcılara; A portföyünün %70 oranında yararlı ve B portföyünün %30 yararsız olduğu ve bu durumda hangisini seçecekleri sorulmuştur. Tablo 7’de gösterildiği gibi %82,6’sı (351 kişi) “A portföyü %70 oranında yararlı” önermesini seçerken, %17,4’ü (74 kişi) ise “B portföyü %30 oranında yararsız” önermesini tercih etmişlerdir. Bu sonuçlar değerlendirildiğinde katılımcıların aynı durumu farklı sunuluş şekliyle ifade eden bu iki önermeden anlık düşünceleri ile çekici geleni tercih ettikleri ifade edilebilir. Katılımcılara önerme ‘olumlu’ bir biçimde verildiği zaman daha çok tercih edilen bir seçenek haline gelmiştir. Aynı durumları ifade etmesine karşın ikinci önermede ‘olumsuz’ ifade kullanıldığı için çok daha az katılımcı tarafından tercih edilmiştir. Önerinin ifade edilmiş şekli kararları etkilemiştir. Bu araştırmamızda da iyimser ifadeler kötümser ifadelerle göre daha fazla seçilen seçenek olmuştur. Katılımcıların kararlarında çerçeveleme eğilimi taşıdıkları tespit edilmiştir.

3.2.3.5. Aşırı Tepki Yanlılığı İçeren Önermenin Analizi

Aşırı tepki yanlılığı, bireylerin varlıkları değerlendirirken, bu varlıklar hakkında gelen iyi ya da kötü haberlere (özellikle temettüye ilişkin) aşırı tepki göstermesidir. Ankette yer verilen bu soru ile yatırımcıların ‘aşırı tepki yanlılığı’ taşıyıp taşımadıklarını tespit etmek amaçlanmıştır.

** Yatırımlarımı oluşturan finansal varlıklara ilişkin gelen iyi ya da kötü haberlere dayanarak derhal işlem yaparım.

Tablo 8: “Yatırımlarımı Oluşturan Finansal Varlıklara İlişkin Gelen İyi Ya Da Kötü Haberlere Dayanarak Derhal İşlem Yaparım” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	31	7,3	7,3	4	4,00	3,52
Katılmıyorum	67	15,8	23,1			
Kararsızım	38	8,9	32,0			
Katılıyorum	226	53,2	85,2			
Kesinlikle Katılıyorum	63	14,8	100,0			
Toplam	425	100,0				

Aşırı tepki yanlılığını tespit etmek amacıyla katılımcılara yatırımlarını oluşturan finansal varlıklara ilgili gelen iyi ya da kötü haberlere dayanarak derhal işlem yapıp yapmayacakları önermesi sunulmuştur. Katılımcıların %53,2’si (226 kişi) ‘Katılıyorum’ seçeneğini beyan ederken, %14,8’i (63 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum” seçeneğini tercih etmişlerdir. %8,9’u (38 kişi) bu önerme için “Kararsızım” seçeneğini tercih etmişlerdir. Bu önerme için katılımcıların %15,8’i “Katılmıyorum”, %7,3’ü (31 kişi) ‘Kesinlikle Katılmıyorum’ seçeneklerini tercih etmişlerdir. En çok tercih edilen seçenek 4’e karşılık gelen “Katılıyorum”dur. 3,52 ortalama ile katılımcıların aşırı tepki yanlılığı taşıdıkları tespit edilmiştir.

3.2.3.6. Belirsizlikten Kaçınma Yanlılığı İçeren Önermelerin Analizi

Yeterli bilgiye sahip olmayan bireyler, belirsizlik altında karar verirken tereddüte düşmektedirler. Bu belirsizlik ortamında bireyler, hakkında bilgi sahibi olmadıkları durumlar karşısında kesin olmasa da hakkında bilgi sahibi oldukları durumları tercih etmektedirler. Ankette yer verilen bu iki soru ile yatırımcıların ‘belirsizlikten kaçınma yanlılığı’ taşıyıp taşımadıklarını tespit etmek amaçlanmıştır.

** Küçük bankalar büyük bankalara göre daha yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yapmayı tercih ederim.

** Güvenli fakat getirisi düşük yatırım araçlarını güvensiz ve yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim.

Tablo 9: “Küçük Bankalar Büyük Bankalara Göre Daha Yüksek Faiz Verse Bile Tasarruflarımı Büyük Bankalara Yapmayı Tercih Ederim” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	26	6,1	6,1	4	4,00	3,64
Katılmıyorum	86	20,2	26,4			
Kararsızım	29	6,8	33,2			
Katılıyorum	157	36,9	70,1			
Kesinlikle Katılıyorum	127	29,9	100,0			
Toplam	425	100,0				

Küçük bankalar büyük bankalara göre daha riskli ve belirsizliği daha yüksek olarak değerlendirilmektedir. Küçük bankalar bu noktada yatırımcıların ilgisini çekebilmek adına mevduatlara daha yüksek faiz vermektedir. “Küçük bankalar büyük bankalara göre daha yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yapmayı tercih ederim” önermesi ile de katılımcıların küçük ve buna nazaran daha büyük bankalar arasındaki tercih durumları Tablo 9’da sunulmuştur. Bu önermeye katılımcıların %6,1’i (26 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %20,2’si (86 kişi) “Katılmıyorum”, %6,8’i (29 kişi) “Kararsızım”, %36,9’u (157 kişi) “Katılıyorum”,

%29,9'u (127 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum”, seçeneklerini tercih etmişlerdir. Katılımcıların %66,8'i gibi önemli bir kısmı küçük bankalar büyük bankalara göre daha yüksek faiz verse bile tercihim büyük bankalardan yana olur önermesine kesinlikle katılıyorum ve katılıyorum cevaplarını vermişlerdir. Ayrıca tablodaki mod değerine bakıldığında katılımcıların en çok 4'e karşılık gelen “Katılıyorum” seçeneğini seçtikleri görülmektedir. Tabloda görüldüğü gibi 3,64 ortalama ise 4'e yakın olduğu için katılımcıların bu önermeye eğilimlerinin ‘Katılıyorum’ düzeyine yakın olduğu söylenebilir. Bu sonuçlar değerlendirildiğinde katılımcıların belirsizlikten kaçınma yanlılığı içeren önermeye eğilim gösterdikleri bulgulanmaktadır.

Tablo 10: “Güvenli Fakat Getirisi Düşük Yatırım Araçlarını Güvensiz ve Yüksek Getirili Yatırım Araçlarına Tercih Ederim” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	46	10,8	10,8	4	4,00	3,45
Katılmıyorum	92	21,6	32,5			
Kararsızım	36	8,5	40,9			
Katılıyorum	128	30,1	71,1			
Kesinlikle Katılıyorum	123	28,9	100,0			
Toplam	425	100,0				

“Güvenli fakat getirisi düşük yatırım araçlarını güvensiz ve yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim” önermesi ile katılımcıların getirisi düşük fakat güvenli yatırım araçları ile getirisi yüksek fakat daha fazla risk taşıyan yatırım araçları arasındaki tercih pozisyonları belirlenmiş ve Tablo 10’da sunulmuştur. Bu önermeye katılımcıların %10,8'i (46 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %21,6'sı (92 kişi) “Katılmıyorum”, %8,5'i (36 kişi) “Kararsızım”, %30,1'i (128 kişi) “Katılıyorum”, %28,9'u (123 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum”, seçeneklerini tercih etmişlerdir. Katılımcıların %59'u gibi önemli bir kısmı güvenli fakat getirisi düşük yatırım araçlarını yüksek getirili fakat riskli, güvensiz yatırım araçlarına tercih ederim önermesine kesinlikle katılıyorum ve katılıyorum cevaplarını vermişlerdir. Ayrıca

tablodaki mod değerine bakıldığında katılımcıların en çok 4'e karşılık gelen "Katılıyorum" seçeneğini seçtikleri görülmektedir. Tabloda görüldüğü gibi 3,45 ortalama ile katılımcıların çok yüksek olmasa da belirsizlikten kaçınma yanlılığı içeren bu ikinci önermeye de eğilim gösterdikleri bulgulanmaktadır.

3.2.3.7. Muhafazakârlık Yanlılığı İçeren Önermelerin Analizi

Muhafazakârlık eğilimi, bireyler yeni bir duruma adapte olmakta güçlük yaşadıklarını ifade eden bir eğilimdir. Bireyler, mevcut portföylerindeki varlığın değerini olumsuz etkileyebilecek bilgilere, haberlere dahi itibar etmeyerek görüşlerini devam ettirebilmektedirler. Oysaki finans piyasaları statik değildir. Bireyler kendini güncelleyebilmeli, yeni bilgilere her daim açık olup değerlendirerek karar vermelidir. Rasyonel insandan beklenen de budur. Fakat ne yazık ki insanlar daima rasyonel olamamaktır. Ankette yer verilen bu iki soru ile de yatırımcıların 'muhafazakârlık yanlılığı' taşıyıp taşımadıklarını tespit etmek amaçlanmıştır.

** Yatırımlarımı yaparken çok dikkatli davranıp karar alırım ve daha sonra bu kararlarımı kolay kolay değiştirmem.

** İyi olduğunu düşündüğüm bir şirkete yatırım yaptıktan sonra bu şirket hakkında gelen kötü haberlere itibar etmem.

Tablo 11: "Yatırımlarımı Yaparken Çok Dikkatli Davranıp Karar Alırım ve Daha Sonra Bu Kararlarımı Kolay Kolay Değiştirmem" Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	20	4,7	4,7	4	4,00	3,51
Katılmıyorum	120	28,2	32,9			
Kararsızım	17	4,0	36,9			
Katılıyorum	161	37,9	74,8			
Kesinlikle Katılıyorum	107	25,2	100,0			
Toplam	425	100,0				

“Yatırımlarımı yaparken çok dikkatli davranıp karar alırım ve daha sonra bu kararlarımı kolay kolay değiştirmem” önermesi ile katılımcıların yatırım kararlarına yönelik tutumlarını güncelleme potansiyelleri belirlenip Tablo 11’de sunulmuştur. Bu önermeye katılımcıların %4,7’si (20 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %28,2’si (120 kişi) “Katılmıyorum”, %4’ü (17 kişi) “Kararsızım”, %37,9’u (161 kişi) “Katılıyorum”, %25,2’si (107 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum”, seçeneklerini tercih etmişlerdir. Katılımcıların %63,1’i gibi önemli bir kısmı yatırımlarımı yaparken çok dikkatli davranıp kararlarımı daha sonra kolay kolay değiştirmem önermesine kesinlikle katılıyorum ve katılıyorum cevaplarını vermişlerdir. Ayrıca tablodaki mod değerine bakıldığında katılımcıların en çok 4’e karşılık gelen “Katılıyorum” seçeneğini seçtikleri görülmektedir. Tabloda görüldüğü gibi 3,51 ortalama ile katılımcıların çok muhafazakârlık yanlılığı içeren bu önermeye eğilim gösterdikleri bulgulanmaktadır.

Tablo 12: “İyi Olduğunu Düşündüğüm Bir Şirkete Yatırım Yaptıktan Sonra Bu Şirket Hakkında Gelen Kötü Haberlere İtibar Etmem” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	22	5,2	5,2	4	4,00	3,48
Katılmıyorum	98	23,1	28,2			
Kararsızım	50	11,8	40,0			
Katılıyorum	162	38,1	78,1			
Kesinlikle Katılıyorum	93	21,9	100,0			
Toplam	425	100,0				

“İyi olduğunu düşündüğüm bir şirkete yatırım yaptıktan sonra bu şirket hakkında gelen kötü haberlere itibar etmem” önermesi ile katılımcıların yatırım kararlarına yönelik tutumlarını yeni gelen haberlere göre değiştirip değiştirmeme eğiliminde olup olmadığı tespit edilip Tablo 12’de sunulmuştur. Bu önermeye katılımcıların %5,2’si (22 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %23,1’i (98 kişi) “Katılmıyorum”, %11,8’i (50 kişi) “Kararsızım”, %38,1’i (162 kişi) “Katılıyorum”, %21,9’u (93 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum”, seçeneklerini tercih etmişlerdir. Katılımcıların %60’ı gibi önemli bir kısmı bir şirket hakkında pozitif düşüncelere

sahip olup yatırım yaptıktan sonra o şirket hakkında gelen kötü haberlere itibar etmem önermesine kesinlikle katılıyorum ve katılıyorum cevaplarını vermişlerdir. Ayrıca tablodaki mod değerine bakıldığında katılımcıların en çok 4'e karşılık gelen "Katılıyorum" seçeneğini seçtikleri görülmektedir. Tabloda görüldüğü gibi 3,48 ortalama ile katılımcıların muhafazakârlık yanlılığı içeren bu ikinci önermeye de eğilim gösterdikleri bulgulanmaktadır.

3.2.3.8. Kayıptan Kaçınma Yanlılığı İçeren Önermenin Analizi

Bireyler yatırımlarında zarar etmek ve kaybetmek istemezler. Bireyler, kaybettikleri bir miktar paranın acısını aynı miktardaki kazançlarının getirdiği mutluluktan daha çok hissederler ve önemserler. Ankette yer verilen bu soru ile yatırımcıların 'kayıptan kaçınma yanlılığı' taşıyıp taşımadıklarını tespit etmek amaçlanmıştır.

** Finansal yatırımlarımda iyi bir durumdan kötü bir duruma düştüğümde hissettiğim acı, kötü bir durumdan iyi bir duruma yükseldiğimde hissettiğim sevinçten daha fazladır.

Tablo 13: "Finansal Yatırımlarımda İyi Bir Durumdan Kötü Bir Duruma Düştüğümde Hissettiğim Acı, Kötü Bir Durumdan İyi Bir Duruma Yükseldiğimde Hissettiğim Sevinçten Daha Fazladır" Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	19	4,5	4,5	4	4,00	3,66
Katılmıyorum	67	15,8	20,2			
Kararsızım	70	16,5	36,7			
Katılıyorum	152	35,8	72,5			
Kesinlikle Katılıyorum	117	27,5	100,0			
Toplam	425	100,0				

Finansal yatırımlarımda iyi bir durumdan kötü bir duruma düştüğümde hissettiğim acı, kötü bir durumdan iyi bir duruma yükseldiğimde hissettiğim sevinçten daha fazladır önermesi ile katılımcıların kayıplardan kaçınma eğiliminde olup olmadığı tespit edilip Tablo 13’de sunulmuştur. Bu önermeye katılımcıların %4,5’i (19 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %15,8’i (67 kişi) “Katılmıyorum”, %16,5’i (70 kişi) “Kararsızım”, %35,8’i (152 kişi) “Katılıyorum”, %27,5’i (117 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum”, seçeneklerini tercih etmişlerdir. Katılımcıların %63,3’ü gibi önemli bir kısmı yatırımlarında iyi bir durumdan kötü bir duruma düştüğünde hissettiği acının kötü bir durumdan iyi bir duruma düştüğünde hissettiği sevinçten daha fazla olduğu önermesine kesinlikle katılıyorum ve katılıyorum cevaplarını vermişlerdir. Ayrıca tablodaki mod değerine bakıldığında katılımcıların en çok 4’e karşılık gelen “Katılıyorum” seçeneğini seçtikleri görülmektedir. Tabloda görüldüğü gibi 3,66 ortalama ile katılımcıların kayıptan kaçınma yanlılığı içeren bu önermeye eğilim gösterdikleri saptanmıştır.

3.2.3.9. Pişmanlıktan Kaçınma Yanlılığı İçeren Önermenin Analizi

Bireyler, pişmanlık getiren faaliyetlerden uzaklaşırken, kendilerine gurur veren faaliyetlere yaklaşırlar. Pişmanlık geçmişteki verilen kararların kötü bir karar haline gelmesiyle bireylerde oluşturduğu elemindir. Gelecekteki pişmanlıklarını azaltmak isteyen yatırımcılar pişmanlıktan kaçınma yanlılığı göstermektedirler.

Ankette yer verilen bu soru ile yatırımcıların ‘pişmanlıktan kaçınma yanlılığı’ taşıyıp taşımadıklarını tespit etmek amaçlanmıştır.

**Zarar ediyor olduğum yatırım araçlarımı zararımı karşılayıncaya kadar elden çıkarmam.

Tablo 14: “Zarar Ediyor Olduğum Yatırım Araçlarımı Zararımı Karşılıyınca Kadar Elden Çıkarmam” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	30	7,1	7,1	4	4,00	3,44
Katılmıyorum	95	22,4	29,4			
Kararsızım	41	9,6	39,1			
Katılıyorum	176	41,4	80,5			
Kesinlikle Katılıyorum	83	19,5	100,0			
Toplam	425	100,0				

Bireyler yatırımları konusunda hata yapmak istemezler. Çünkü hatalarından dolayı yaşanacak pişmanlık bireylerde ıstırap oluşturacaktır. Bu önermede katılımcıların mevcut portföylerindeki zarar ediyor olan yatırım araçlarını pişmanlık duygusundan kaçınmak için en azından satın aldıkları noktaya gelinceye kadar bekleyip beklemeyecekleri belirlenmek hedeflenmiştir. Bu önerme ile ilgili sonuçlar Tablo 14’de verilmiştir. Katılımcıların %7,1’i (30 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %22,4’ü (95 kişi) “Katılmıyorum”, %9,6’sı (41 kişi) “Kararsızım”, %41,4’ü (176 kişi) “Katılıyorum”, %19,5’i (83 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum”, ifadelerini tercih etmişlerdir. Katılımcıların %60,9’u gibi önemli bir kısmı zarar etmekte olan yatırım araçlarını zararlarını karşıladıkları noktaya gelinceye kadar satmama önermesine kesinlikle katılıyorum ve katılıyorum cevaplarını vermişlerdir. Ayrıca tablodaki mod değerine bakıldığında katılımcıların en çok 4’e karşılık gelen “Katılıyorum” seçeneğini seçtikleri görülmektedir. Tabloda görüldüğü gibi 3,44 ortalama ile katılımcıların yaşayacakları pişmanlıktan kaçınma yanlılığı içeren bu önermeye eğilim gösterdikleri saptanmıştır.

3.2.3.10. Yatkinlık Etkisi İçeren Önermenin Analizi

Bireyler, ileriki dönemlerde pişman olmayacakları ve gurur duyacakları şekilde yatırım kararları vermek isterler. Bundan dolayı kazanan yatırım araçlarını çok çabuk elden çıkarırken, kaybeden yatırım araçlarını uzun süre elde tutabilmektedirler. Bu

durum bireyin yatkılık etkisine yanlılığını göstermektedir. Ankette sunulan bu önerme ile bireyin ‘yatkılık etkisi’ gösterip göstermediğinin tespiti hedeflenmiştir.

****Nakite ihtiyacınızın olduğu bir durumda aynı maliyete sahip iki hisseli portföyünüzden aldığımızdan beri %25 kazandırmış olan A hissesini mi yoksa %25 kaybettirmiş olan B hissesini mi satarsınız?**

A: Aldığımızdan beri %25 kazandırmış olan A hissesini

B: Aldığımızdan beri %25 kaybettirmiş olan B hissesini

Tablo 15: “Nakite İhtiyacınızın Olduğu Bir Durumda Aynı Maliyete Sahip İki Hisseli Portföyünüzden Aldığımızdan Beri %25 Kazandırmış Olan A Hisselerini Mi Yoksa %25 Kaybettirmiş Olan B Hisselerini Mi Satarsınız” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde
A portföyü %70 oranında yararlı	299	70,4	100,0
B portföyü %30 oranında yararlı	126	29,6	29,6
Toplam	425	100,0	

Yatkılık etkisi; yatırımcıların zarar eden yatırım araçlarını satmayıp, kar eden yatırım araçlarını zamanından önce satarak potansiyel karı elde edememe durumunu savunmaktadır. Bu önerme ile katılımcıların, nakite ihtiyacı olduğu bir durumda biri kazandıran diğeri kaybettiren hisselerden hangisini satıp hangisini portföyünde bırakacağının tespiti amaçlanmıştır. Sonuçlar Tablo 15’te gösterilmiştir. Nakite ihtiyacı olduğunda katılımcıların %29,6’sı (126 kişi) aldığımızdan beri %25 kaybettirmiş olan B hissesini satacağını beyan ederken, %70,4’ü (299 kişi) aldığımızdan beri %25 kazandırmış olan A hissesini satacağını beyan etmiştir. Bu sonuçlar, kaybeden hisse senedinin elde tutularak pişmanlık yaşamaktan kaçınmayı, kazandıran hisse senetlerinin satılarak gurur duymalarına sebep olan yatkılık etkisinin varlığını göstermektedir.

3.2.3.11. Kesinlik Etkisi İçeren Önermelerin Analizi

Davranışsal finansın mihenk taşı Beklenti Teorisinin ana teması belirsizlik ve risk altında yatırımcıların riske karşı sergilediği tutum ve tavırla ilgilidir. Bu teoriye göre insanlar kazanç durumunda riskten kaçış pozisyonu alırken, kayıp durumunda riske ılımlı yaklaşmaktadırlar. Bu yaklaşım kesinlik etkisi olarak ifade edilmektedir. Ankette yer verilen bu iki soru ile yatırımcıların riskten kaçınma yanlılığı ile kesinlik belirten ifadeleri tercih edip etmediklerini tespit etmek amaçlanmıştır.

**Bir yatırım kararı verme durumunda aşağıdaki seçeneklerden hangisini tercih edersiniz?

A: 3000 TL kesin kazanç

B: %80 olasılıkla 4000 TL kazanma, %20 olasılıkla hiçbir şey kazanamama

**Bir yatırım kararı verme durumunda aşağıdaki seçeneklerden hangisini tercih edersiniz?

A: 3000 TL kesin kayıp

B: %80 olasılıkla 4000 TL kaybetme ve %20 olasılıkla hiçbir şey kaybetmeme

Tablo 16: “Bir Yatırım Kararı Verme Durumunda Hangisini Tercih Edersiniz” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde
3000 TL kesin kazanç	351	82,6	82,6
%80 olasılıkla 4000 TL kazanma ve %20 olasılıkla hiçbir şey kazanamama	74	17,4	100,0
Toplam	425	100,0	

Bu önerme ile yatırımcıların karşılaştıkları bu durumda riskten kaçınma eğilimi gösterip göstermedikleri tespit edilmek istenmiştir. İki ihtimal sunulup, tercih yapmaları istenmiştir. Katılımcıların büyük çoğunluğu, %82,6’sı (351 kişi) 3000 TL kesin kazancı, %20 olasılıkla hiçbir şey kazanmamaya tercih etmişleridir. Garantili bir kazancı elde etmek için daha tutucu davranılmaktadır. Geleneksel finans anlayışının yapı taşı olan Beklenen Fayda Teorisine göre beklenen değeri daha yüksek olan ikinci

alternatifin seçilmesi beklenirken, katılımcıların çok büyük bir kısmı %82,6'sı Davranışsal finansın temel taşlarından olan Beklenti Teorisine uygun tutum sergileyerek kesin kazanç durumunda riskten kaçarak birinci önermeyi tercih etmişlerdir. Bireyler Beklenti Teorisine uygun davranmışlardır.

Tablo 17: “Bir Yatırım Kararı Verme Durumunda Hangisini Tercih Edersiniz” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde
3000 TL kesin kayıp	85	20,0	20,0
%80 olasılıkla 4000 TL kaybetme ve %20 olasılıkla hiçbir şey kaybetmeme	340	80,0	100,0
Toplam	425	100,0	

Beklenti Teorisine göre bireyler kayıp durumunda riske yönelme eğilimdedirler. Tablo 17’de görüldüğü gibi katılımcıların büyük çoğunluğu %80’i (340 kişi) kayıp tablosu olan bu durumda %80 olasılıkla 4000 TL kaybetme ve %20 olasılıkla hiçbir şey kaybetmeme seçeneğini tercih etmişlerdir. Katılımcıların çok büyük bir kısmı %80’i davranışsal finansın temel taşlarından olan Beklenti Teorisine uygun tutum sergileyerek kayıp durumunda riskli önermeyi tercih edeceklerini belirtmişlerdir. Katılımcıların bu tutumu Beklenti Teorisine uygun bir tutumdur.

Kazanç ve kayıp içeren önermelerde katılımcıların kazanç durumunda kesin ifedeler, tercih ederek risk almadığı görülürken, kayıp durumlarında riskli durumlara yöneldikleri görülmektedir.

3.2.3.12. Mevcudiyet (Bulunabilirlik) Hevristik Yanlılığı İçeren Önermelerin Analizi

İkinci bölümde de bahsedildiği gibi Hevristik kelime anlamı olarak kısa yol (kestirme), kısa yollardan karar verme ve çözüme ulaşma yöntemi demektir. Ankette yer verilen bu iki soru ile yatırımcıların ‘mevcudiyet (bulunabilirlik) hevristik yanlılığı’ taşıyıp taşımadıklarını tespit etmek amaçlanmıştır.

** Geleceğin geçmişin bir tekrarı olacağına inanırım ve yakın geçmişteki verilerden yatırım kararlarımı alırken fazlasıyla yararlanırım.

** Bir yatırım aracı belli bir süre kar/zarar ederse bir süre sonra aynı karı/zararı tekrar edecektir.

Tablo 18: “Geleceğin Geçmişin Bir Tekrarı Olacağına İnanırım ve Yakın Geçmişteki Verilerden Yatırım Kararlarımı Alırken Fazlasıyla Yararlanırım” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	12	2,8	2,8	4	4,00	3,45
Katılmıyorum	113	26,6	29,4			
Kararsızım	40	9,4	38,8			
Katılıyorum	192	45,2	84,0			
Kesinlikle Katılıyorum	68	16,0	100,0			
Toplam	425	100,0				

Geleceğin geçmişin bir tekrarı olacağına inanırım ve yakın geçmişteki verilerden yatırım kararlarımı alırken fazlasıyla yararlanırım önermesi ile yatırımcıların geçmişteki verileri bugünkü yatırım kararlarında kullanıp kullanmadıkları araştırılmıştır. Bu önerme ile ilgili sonuçlar Tablo 18’de verilmiştir. Katılımcıların %2,8’i (12 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %26,6’sı (113 kişi) “Katılmıyorum”, %9,4’ü (40 kişi) “Kararsızım”, %45,2’si (192 kişi) “Katılıyorum”, %16’sı (68 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum”, ifadelerini tercih etmişlerdir. Katılımcıların %61,2’si gibi önemli bir kısmı geleceğin geçmişin bir tekrarı olduğu ve geçmişteki verilerden mevcut yatırım kararlarını alırken yararlandığını ifade eden önermeye kesinlikle katılıyorum ve katılıyorum cevaplarını vermişlerdir. Ayrıca tablodaki mod değerine bakıldığında katılımcıların en çok 4’e karşılık gelen “Katılıyorum” seçeneğini seçtikleri görülmektedir. Tabloda görüldüğü gibi 3,45 ortalama ile mevcudiyet hevristik taşıyan bu önermeye eğilim gösterdikleri saptanmıştır. Katılımcılar kararlarında mevcudiyet hevristik taşımaktadırlar.

Tablo 19: “Bir Yatırım Aracı Belli Bir Süre Kar/Zarar Ederse Bir Süre Sonra Aynı Karı/Zararı Tekrar Edecektir” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	10	2,4	2,4	4	3,00	3,30
Katılmıyorum	101	23,8	26,1			
Kararsızım	107	25,2	51,3			
Katılıyorum	167	39,3	90,6			
Kesinlikle Katılıyorum	40	9,4	100,0			
Toplam	425	100,0				

“Bir yatırım aracı belli bir süre kar/zarar ederse bir süre sonra aynı karı/zararı tekrar edecektir önermesi” ile yatırımcıların yakın geçmişteki finansal piyasa trendlerinin mevcuttaki yatırım kararlarını etkileyip etkilemediği tespit edilmiştir. Bu önerme ile ilgili sonuçlar Tablo 19’da verilmiştir. Katılımcıların %2,4’ü (10 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %23,8’i (101 kişi) “Katılmıyorum”, %25,2’ü (4107 kişi) “Kararsızım”, %39,3’ü (167 kişi) “Katılıyorum”, %9,4’ü (40 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum”, ifadelerini seçmişlerdir. Katılımcıların %48,7’si yakın geçmişte kazandırmış/kaybettirmiş olan yatırım araçlarının bir süre sonra aynı şekilde kazandırıp/kaybettireceğine olan inançlarına dair önermeye kesinlikle katılıyorum ve katılıyorum cevaplarını vermişlerdir. Tablodaki mod değerine bakıldığında katılımcıların en çok 4’e karşılık gelen “Katılıyorum” seçeneğini seçtikleri görülmektedir. Tabloda görüldüğü gibi 3,30 ortalama ile katılımcıların ortalama olarak bu önermeye eğilim gösterdikleri bulgulanmaktadır.

Katılımcılara sunulan bu iki önermeye verilen cevaplara bakıldığında katılımcıların mevcudiyet hevrstiki eğilimi taşıdıkları tespit edilmiştir.

3.2.3.13. Temsililik Hevrstiki Yanlılığı İçeren Önermenin Analizi

Temsililik zihinsel kısa yoluna göre yatırımcılar kararlarını bir şeye benzerlik durumuna göre vermektedirler. Beyin benzer özellik taşıyan olayların tamamen aynı

olduğunu düşünür. Ankette yer verilen bu soru ile yatırımcıların ‘temsililik hevristik yanlılığı’ taşıyıp taşımadıklarını tespit etmek amaçlanmıştır.

** İyi firmaların borsa performansı da iyidir.

Tablo 20: “İyi Firmaların Borsa Performansı da İyidir.” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	31	7,3	7,3	2	3,00	2,86
Katılmıyorum	170	40,0	47,3			
Kararsızım	86	20,2	67,5			
Katılıyorum	103	24,2	91,8			
Kesinlikle Katılıyorum	35	8,2	100,0			
Toplam	425	100,0				

İnsanlar finansal piyasalarda da temsililik zihinsel kısa yolunu kullanmaktadır. Alakasız değişkenlerin birbiriyle ilişkisini dikkate alarak kararlarını verirler. Katılımcıların iyi firmaların borsa performansı da iyidir önermesine verdiği cevaplar Tablo 20’de gösterilmiştir. Katılımcıların %20,2’si (86 kişi) bu konuda kararsız olduklarını beyan etmişlerdir. Büyük çoğunluğu %47,3 iyi bir firmanın borsa performansının çok iyi olacağı görüşüne katılmadıkları yönde bir fikir beyan etmişlerdir. Katılımcıların 32,4’ü ise iyi bir şirketin borsa performansının da iyi olacağını düşünmektedir. Genel değerlendirme olarak yatırımcıların çoğunluğunun bu önermeye katılmadığı 2,86 ortalama ile de görülmektedir. Temsililik yanlılığı konusunda literatürdeki sonuçlara ters bulgular elde edilmiştir.

3.2.3.14. Kumarbaz Yanılgısı Analizi

Kumarbaz yanılgısı, birbirinden bağımsız olayların aynı sonuçlanmasından hemen sonra tam zıttı bir durumun meydana geleceğine inanmaktır. Katılımcılara

sunulan bu soru ile ‘kumarbaz yanılığısı’ gösterip göstermedikleri tespit edilmek istenmiştir.

** Hilesiz bir madeni para 10 defa havaya atılmış ve her defasında yazı gelmiştir. Madeni para 11. defa havaya atıldığında ne geleceğini düşünürsünüz?

A: Tura

B: Yazı

C: Tercihim Olmaz

Tablo 21: “Hilesiz Bir Madeni Para 10 Defa Havaya Atılmış ve Her Defasında Yazı Gelmiştir. Madeni Para 11. Defa Havaya Atıldığında Ne Geleceğini Düşünürsünüz?” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde
Tura	215	50,6	50,6
Yazı	94	22,1	72,7
Tercihim Olmaz	116	27,3	100,0
Toplam	425	100,0	

Temsililik hevristici ile açıklanan kumarbaz yanılığısı ile ilgili katılımcılara sunulan önermeye ait cevaplar Tablo 21’de sunulmuştur. “Hilesiz bir madeni para 10 defa havaya atılmış ve her defasında yazı gelmiştir. Madeni para 11. defa havaya atıldığında ne geleceğini düşünürsünüz?” sorusuna olasılık düzeyi %50 yazı, %50 tura olması gerekirken, katılımcıların %50,6’sı tura, %22,1’i yazı geleceğini tahminlerken, %27,3’ü böyle bir durumda tercihlerinin olmayacağını beyan etmişlerdir. Kumarbaz yanılığısı bireylerin şans ve rastgele olması gereken durumlara bir düzen atfetmesinden kaynaklanan yanlılıktır.

3.2.3.15. Aşinalık Yanlılığı İçeren Önermelerin Analizi

Aşinalık yanlılığına göre bireyler tanıdık olan, kendilerinin aşına olduğu, yakınında olan olay ve olgulara karşı pozitif tutumlar sergileyerek tercihlerini bundan

yana kullanırlar. Ankette yer verilen bu iki soru ile de yatırımcıların ‘aşinalık yanlılığı’ taşıyıp taşımadıklarını tespit etmek amaçlanmıştır.

** Yaşadığım yere yakın olan ve bildiğim şirketlerin hisselerine yatırım yaparım.

** Kamuoyunca bilinen şirketlerin hisseleri iyidir görüşü benim için önemlidir.

Tablo 22: “Yaşadığım Yere Yakın Olan ve Bildiğim Şirketlerin Hisselerine Yatırım Yaparım” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	17	4,0	4,0	4	4,00	3,85
Katılmıyorum	59	13,9	17,9			
Kararsızım	23	5,4	23,3			
Katılıyorum	196	46,1	69,4			
Kesinlikle Katılıyorum	130	30,6	100,0			
Toplam	425	100,0				

“Yaşadığım yere yakın olan ve bildiğim şirketlerin hisselerine yatırım yaparım” önermesi ile yatırımcıların kararlarında yaşadıkları yere yakın olan ve aşına oldukları şirketlerin hisselerini tercih etme eğilimlerini tespit etmek hedeflenmiştir. Tablo 22’de yatırımcıların bu önermeye verdiği cevaplar gösterilmiştir. Bu önermeye katılımcıların %4’ü (17 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %13,9’u (59 kişi) “Katılmıyorum”, %5,4’ü (23 kişi) “Kararsızım”, %46,1’i (196 kişi) “Katılıyorum”, %30,6’sı (130 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum” ifadelerini seçmişlerdir. Katılımcıların %76,7’si yaşadığı yere yakın olan ve bildiği şirketlerin hisselerine yatırım yapma konusunda katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum seçeneklerini tercih etmişlerdir. Seçeneklerin ortalama değeri ise 3,85’dir. Bu da katılımcıların aşinalık eğilimini taşıdıklarını göstermektedir.

Tablo 23: “Kamuoyunca Bilinen Şirketlerin Hisseleri İyidir Görüşü Benim İçin Önemlidir” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	11	2,6	2,6	4	4,00	3,94
Katılmıyorum	35	8,2	10,8			
Kararsızım	29	6,8	17,6			
Katılıyorum	245	57,6	75,3			
Kesinlikle Katılıyorum	105	24,7	100,0			
Toplam	425	100,0				

“Kamuoyunca bilinen şirketlerin hisseleri iyidir görüşü benim için önemlidir” önermesi ile yatırımcıların kamuoyu tarafından bilinen şirketlerin hisselerinin iyi olduğuna dair inancını ölçmek amaçlanmıştır. Tablo 23’de katılımcıların bu önermeye verdiği cevaplar gösterilmiştir. Bu önermeye katılımcıların %2,6’sı (11 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %8,2’si (35 kişi) “Katılmıyorum”, %6,8’i (29 kişi) “Kararsızım”, %57,6’sı (245 kişi) “Katılıyorum”, %24,7’si (105 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum” ifadelerini tercih etmişlerdir. Katılımcıların %82,3’ü kamuoyunca bilinen şirketlerin hisselerine yatırım yapma konusunda katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum seçeneklerini tercih etmişlerdir. Seçeneklerin ortalama değeri ise 3,94’tür. Bu da katılımcıların aşinalık eğilimini taşıdıklarını göstermektedir. Aşinalık yanlılığını tespit amaçlı sunulan bu iki önermede de katılımcıların aşına olunanı, bilineni tercih ettikleri bulgulanmıştır.

3.2.3.16. Zihinsel (Mental) Muhasebe Önermesi Analizi

Zihinsel (mental) muhasebeye göre bireyler paranın nereden geldiği, nerede harcandığı ile ilgili beyinde kategoriler oluştururlar. Bireyler için alın teri ile kazanılan parayla piyangodan kazanılan aynı miktarda paranın değeri farklı olmaktadır. Ayrıca aynı miktar parayı ödeyecek olmalarına rağmen ödeme sancılarını azaltmak için ödeme zamanını zihinlerinde farklılaştıran bireyler vardır. Bu da zihinsel muhasebe altında incelenmektedir. Ödemedi kaynaklanan duygusal acı ile hazzı

eşleştirmektedir. Ankette yer verilen bu soru ile yatırımcıların ‘zihinsel (mental) muhasebe’ davranışını ne derecede gösterdiklerinin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

** Şubat ayında 5 ay sonrası için 5 günlük bir tatil planlıyorsunuz ve tatilin maliyeti 4000 TL. Tatilin ücretini ödeme şekli olarak iki alternatif sunuluyor. Hangisini tercih edersiniz, lütfen belirtiniz.”

A: Tatil başlamadan önce 5 ay boyunca ayda 800 TL olarak ödemeyi

B: Tatilden döndükten sonra 5 ay boyunca 800 TL olarak ödemeyi

Tablo 24: “Şubat Ayında 5 Ay Sonrası İçin 5 Günlük Bir Tatil Planlıyorsunuz ve Tatilin Maliyeti 4000 TL. Tatilin Ücretini Ödeme Şekli İle İlgili Sunulan” Önerme

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde
Tatil başlamadan önce 5 ay boyunca ayda 800 TL olarak ödemeyi	307	72,2	72,2
Tatilden döndükten sonra 5 ay boyunca 800 TL olarak ödemeyi	118	27,8	100,0
Toplam	425	100,0	

Bu önermede katılımcılara bir tatil planı sunulurken ödeme zamanlarını tercih etmeleri istenilmiştir. Tablo 24’te mevcut zamandan 5 ay sonrası için 4000 TL’lik bir tatile gidecekleri ve bunun ödemesini tatil başlamadan önce 5 ay boyunca ayda 800 TL olarak mı, tatilden döndükten sonra 5 ay boyunca 800 TL olarak mı ödemek istedikleri konusunda seçim yapmaları istenilmiştir. Katılımcıların büyük çoğunluğu %72,2’si (307) kişi tatil başlamadan önce 5 ay boyunca ayda 800 TL olarak ödemeyi tercih ederken %27,8’i (118 kişi) tatil başladıktan sonra 5 ay boyunca 800 TL olarak ödemeyi tercih etmişlerdir. Katılımcılar kendilerince zihinlerinde farklı muhasebeler yaparak kararlarını vermektedirler.

3.2.3.17. Sürü Davranışı Yanlılığı İçeren Önermelerin Analizi

Sürü davranışı bireylerin başkalarından bağımsız olarak karar vermemesi, diğer kişiler tarafından ortaya konulan kararlar doğrultusunda hareket edip, onlardan

etkilenmek anlamını ifade etmektedir. Ankette yer verilen bu üç soru ile yatırımcıların ‘sürü davranışı yanlılığı’ taşıyıp taşımadıklarını tespit etmek amaçlanmıştır.

** Yatırımcıların çoğunlukla tercih ettiği yatırım araçları daima en yüksek getiriye sağlar.

** Bir yatırım aracı hakkında sahip olduğum bilgilerin başka yatırımcılar tarafından da onaylanıyor olması doğru yolda olduğumu gösterir.

** Yatırımcıların yatırım kararlarını dikkatle izlerim ve benzer şekillerde yatırım yaparım.

Tablo 25: “Yatırımcıların Çoğunlukla Tercih Ettiği Yatırım Araçları Daima En Yüksek Getiriye Sağlar” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	28	6,6	6,6	4	4,0	3,4
Katılmıyorum	122	28,7	35,3			
Kararsızım	27	6,4	41,6			
Katılıyorum	146	34,4	76,0			
Kesinlikle Katılıyorum	102	24,0	100,0			
Toplam	425	100,0				

“Yatırımcıların çoğunlukla tercih ettiği yatırım araçları daima en yüksek getiriye sağlar” önermesi ile katılımcıların genel çoğunluğun kararlarının maksimum getiriye sağlayacağına dair inancı ölçülmek istenilmiştir. Tablo 25’te bu önermeye katılımcıların verdiği cevaplar sunulmuştur. Katılımcıların %6,6’sı (28 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %28,7’si (122 kişi) “Katılmıyorum”, %6,4’ü (27 kişi) “Kararsızım”, %34,4’ü (146 kişi) “Katılıyorum”, %24’ü (102 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum” seçeneklerini tercih etmişlerdir. Katılımcıların %58,4’ünün yatırımcıların tercih ettiği yatırım araçlarının en yüksek getiriye sağlayacağı konusundaki beyanı katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum olmuştur. Seçeneklerin ortalama değeri ise 3,40’tır. Bu da katılımcıların sürü davranışı eğiliminde olduklarını göstermektedir.

Tablo 26: “Bir Yatırım Aracı Hakkında Sahip Olduğum Bilgilerin Başka Yatırımcılar Tarafından Da Onaylanıyor Olması Doğru Yolda Olduğumu Gösterir” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	38	8,9	8,9	5	4,00	3,46
Katılmıyorum	104	24,5	33,4			
Kararsızım	35	8,2	41,6			
Katılıyorum	121	28,5	70,1			
Kesinlikle Katılıyorum	127	29,9	100,0			
Toplam	425	100,0				

“Bir yatırım aracı hakkında sahip olduğum bilgilerin başka yatırımcılar tarafından da onaylanıyor olması doğru yolda olduğumu gösterir” önermesi ile katılımcıların verdiği kararların çoğunluk tarafından onaylanıyor olmasının doğru yolda olduğunu gösterdiğine katılıp katılmadıkları irdelenmek istenmiştir. Bu önermeye verilen cevaplar Tablo 26’da sunulmuştur. Katılımcıların %8,9’u (38 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %24,5’i (104 kişi) “Katılmıyorum”, %8,2’si (35 kişi) “Kararsızım”, %28,5’i (121 kişi) “Katılıyorum”, %29,9’u (127 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum” seçeneklerini tercih etmişlerdir. Katılımcıların %58,4’ünün verdikleri kararların çoğunluk tarafından onaylanıyor olması doğru yolda olduğunu gösterir konusundaki beyanı katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum olmuştur. Seçeneklerin ortalama değeri ise 3,46’tır. Bu da katılımcıların sürü psikolojisi eğiliminde olduklarını göstermektedir.

Tablo 27: “Yatırımcıların Yatırım Kararlarını Dikkatle İzlerim ve Benzer Şekillerde Yatırım Yaparım” Önermesi

	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde	Mod	Medyan	Ortalama
Kesinlikle Katılmıyorum	35	8,2	8,2	5	4,00	3,51
Katılmıyorum	99	23,3	31,5			
Kararsızım	34	8,0	39,5			
Katılıyorum	127	29,9	69,4			
Kesinlikle Katılıyorum	130	30,6	100,0			
Toplam	425	100,0				

“Yatırımcıların yatırım kararlarını dikkatle izlerim ve benzer şekillerde yatırım yaparım” önermesi ile katılımcıların çoğunluğun aldığı kararları izleyip ona benzer yatırım yapıp yapmadıkları araştırılmak istenmiştir. Bu önermeye verilen cevaplar Tablo 27’de sunulmuştur. Katılımcıların %8,2’si (35 kişi) “Kesinlikle Katılmıyorum”, %23,3’ü (99 kişi) “Katılmıyorum”, %8’i (34 kişi) “Kararsızım”, %29,9’u (127 kişi) “Katılıyorum”, %30,6’sı (130 kişi) “Kesinlikle Katılıyorum” seçeneklerini tercih etmişlerdir. Katılımcıların %60,5’inin yatırımcıların yatırım kararlarını izleyip yatırımlarını ona göre yaptıkları hususundaki beyanı katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum olmuştur. Seçeneklerin ortalama değeri ise 3,51’dir. Bu da katılımcıların sürü psikolojisi eğiliminde olduklarını göstermektedir.

Sürü psikolojisi eğilimini ölçmek için katılımcılara sunulan bu üç önermenin sonucuna bakıldığında benzer olarak sürü davranışı eğilimi tespit edilmektedir. Katılımcıların büyük bir kısmı yatırım kararları alırken sürünün yani çoğunluğun kararlarını önemseyip kendi yatırım kararlarını da çoğunluğa göre şekillendirmektedir.

3.2.4. Araştırmanın Hipotezleri ve Ki-Kare (χ^2 / Chi Square) Testi ile Değerlendirilmesi

Ki-Kare (χ^2 / Chi Square) testi gözlenen frekans değerlerinin beklenen frekans değerlerine uygun olup olmadığını belirlemek için kullanılır. İki değişken arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin olup olmadığını test etmek amacıyla hipotez

kurularak Ki-Kare testi yapılır (Kılıç ve Ural, 2005: 236). İki değişken arasında anlamlı bir ilişki varsa H_1 hipotezi kabul edilir. İki değişken arasında anlamlı bir ilişki yoksa yani iki değişken birbirinden bağımsız ise H_0 hipotezi kabul edilir. Hipotezlerdeki bu iki değişken Pearson Ki-Kare değerleri ile açıklanmaktadır. Ki-Kare test istatistiğinde anlamlılık düzeyi, Pearson Ki-Kare değeri olarak bilinen 0,05 değeriyle karşılaştırılır. Değer 0.05'ten küçükse ölçülen iki değişken arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki olduğu, 0,05'ten büyükse iki değişken arasında anlamlı bir ilişki olmadığı söylenir (Böyükaslan, 2012: 143).

Üçüncü bölümde İzmir, Adana ve Mersin illerinde bulunan bireysel yatırımcıların demografik özellikleri, finansal profilleri ve psikolojik eğilimleri frekans analizleriyle ayrıntılı olarak sunulmuştur. Bu aşamada bireysel yatırımcıların cinsiyeti ve yaşadığı yerin özelliği (kırsal, kentsel, metropolitan) ile psikolojik eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını test etmek amacıyla Ki-Kare testi yapıp sonuçları tablolarla sunulmuştur. Teste ait hipotezler oluşturularak tablolarda analizi yapılmıştır.

3.2.4.1. Verilerin 'Cinsiyet' ve 'Riske Karşı Tutum' Açısından Analizi

Yatırımcıların cinsiyeti ile riske karşı tutumları arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığının test edilmesi için aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

H_0 : Yatırımcıların cinsiyetleri ile riske karşı tutumları arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Yatırımcıların cinsiyetleri ile riske karşı tutumları arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 28: Yatırımcıların ‘Cinsiyeti’ İle ‘Riske Karşı Tutumları’ Arasındaki İlişki Tablosu

Katılımcıların cinsiyeti ile risk algısı arasındaki ilişki		Yatırımlarınızda riske girmeyi sever misiniz?					Toplam	
		Daima	Genellikle	Bazen	Nadiren	Hiçbir Zaman		
Cinsiyetiniz	Kadın	Gözlenen Değer	6	26	51	65	36	184
		Beklenen Değer	11,7	29,4	55	55,4	32,5	184
		% Cinsiyetiniz	3,30%	14,10%	27,70%	35,30%	19,60%	100,00%
		% Yatırımlarınızda riske girmeyi sever misiniz?	22,20%	38,20%	40,20%	50,80%	48,00%	43,30%
		% Toplam	1,40%	6,10%	12,00%	15,30%	8,50%	43,30%
	Erkek	Gözlenen Değer	21	42	76	63	39	241
		Beklenen Değer	15,3	38,6	72	72,6	42,5	241
		% Cinsiyetiniz	8,70%	17,40%	31,50%	26,10%	16,20%	100,00%
		% Yatırımlarınızda riske girmeyi sever misiniz?	77,80%	61,80%	59,80%	49,20%	52,00%	56,70%
		% Toplam	4,90%	9,90%	17,90%	14,80%	9,20%	56,70%
Toplam	Gözlenen Değer	27	68	127	128	75	425	
	Beklenen Değer	27	68	127	128	75	425	
	% Cinsiyetiniz	6,40%	16,00%	29,90%	30,10%	17,60%	100,00%	
	% Yatırımlarınızda riske girmeyi sever misiniz?	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	
	% Toplam	6,40%	16,00%	29,90%	30,10%	17,60%	100,00%	

$\chi^2= 9,700$ $df= 4$, $P (0,046) < 0,05$ H_0 : Red H_1 : Kabul

Katılımcıların cinsiyeti ile risk algıları arasındaki ilişkiyi gösteren Tablo 28 incelendiğinde; kadınların riske girme eğilimleri ‘Daima’, ‘Genellikle’ ve ‘Bazen’ seçenekleri için beklenen değer altında; ‘Nadiren’ ve ‘Hiçbir Zaman’ seçenekleri için ise beklenen değer üzerindedir. Kadınların riskten kaçan bir tutum sergilediği tespit edilmektedir. Erkeklerin riske girme eğilimleri ‘Daima’, ‘Genellikle’ ve ‘Bazen’ seçenekleri için beklenen değer üzerinde; ‘Nadiren’ ve ‘Hiçbir Zaman’ seçenekleri için beklenen değer altında olduğu görülmektedir. Erkekler risk sever bir eğilim içindedirler. %95 güven düzeyinde Pearson anlamlılık seviyesi 0,05’ten küçüktür ($p=0,046$) ve H_1 hipotezi kabul edilir. Yatırımcıların cinsiyeti ile riske karşı tutumları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

3.2.4.2. Verilerin ‘Cinsiyet’ ve ‘Aşırı Güven Eğilimi’ Açısından Analizi

Yatırımcıların cinsiyeti ile aşırı güven eğilimleri arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığının test edilmesi için aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

H₀: Yatırımcıların cinsiyetleri ile aşırı güven eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H₁: Yatırımcıların cinsiyetleri ile aşırı güven eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 29: Yatırımcıların ‘Cinsiyeti’ İle ‘Aşırı Güven Eğilimleri’ Arasındaki İlişki Tablosu

Katılımcıların cinsiyeti ile aşırı güven eğilimi arasındaki ilişki			Yatırımların için aldığım kararlarda kendime olan güvenim çok yüksektir.					Toplam
			Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum	
Cinsiyetiniz	Kadın	Gözlenen Değer	12	50	12	80	30	184
		Beklenen Değer	7,4	35,5	10,4	82,3	48,5	184
		% Cinsiyetiniz	6,50%	27,20%	6,50%	43,50%	16,30%	100,00%
		%Aşırı Güven Eğilimi	70,60%	61,00%	50,00%	42,10%	26,80%	43,30%
		% Toplam	2,80%	11,80%	2,80%	18,80%	7,10%	43,30%
	Erkek	Gözlenen Değer	5	32	12	110	82	241
		Beklenen Değer	9,6	46,5	13,6	107,7	63,5	241
		% Cinsiyetiniz	2,10%	13,30%	5,00%	45,60%	34,00%	100,00%
		%Aşırı Güven Eğilimi	29,40%	39,00%	50,00%	57,90%	73,20%	56,70%
		% Toplam	1,20%	7,50%	2,80%	25,90%	19,30%	56,70%
Toplam	Gözlenen Değer	17	82	24	190	112	425	
	Beklenen Değer	17	82	24	190	112	425	
	% Cinsiyetiniz	4,00%	19,30%	5,60%	44,70%	26,40%	100,00%	
	%Aşırı Güven Eğilimi	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	
	% Toplam	4,00%	19,30%	5,60%	44,70%	26,40%	100,00%	
$\chi^2 = 28,583$ df= 4, P (0,000) < 0,05 H ₀ : Red H ₁ : Kabul								

Katılımcıların cinsiyeti ile aşırı güven eğilimi arasındaki ilişkiyi gösteren Tablo 29 incelendiğinde; kadınların aşırı güven yanlılığı içeren önermeye verdikleri cevap ‘Kesinlikle Katılmıyorum’, ‘Katılmıyorum’ ve ‘Kararsızım’ seçenekleri için beklenen değerin üzerindeyken; ‘Katılıyorum’ ve ‘Kesinlikle Katılıyorum’ seçenekleri için beklenen değerin altındadır. Bu sonuçlar da kadınların aşırı güven yanlılığı içeren önermelere daha az katıldıklarını ifade etmektedir. Erkeklerin aşırı güven yanlılığı içeren önermeye verdikleri cevap Kesinlikle Katılmıyorum’, ‘Katılmıyorum’ ve ‘Kararsızım’ seçenekleri için beklenen değerin altındayken; ‘Katılıyorum’ ve ‘Kesinlikle Katılıyorum’ seçenekleri için beklenen değerin üzerindedir. Erkeklerin ise aşırı güven yanlılığı içeren önermeye kadınlara oranla daha fazla katıldıkları ifade edilebilmektedir. %95 güven düzeyinde Pearson anlamlılık seviyesi 0,05’ten küçüktür ($p=0,000$) ve H_1 hipotezi kabul edilir. Yatırımcıların cinsiyeti ile aşırı güven eğilimleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

3.2.4.3. Verilerin ‘Cinsiyet’ ve ‘Aşına Olanı Tercih Etme Eğilimi’ Açısından Analizi

Yatırımcıların cinsiyeti ile aşına olanı tercih etme eğilimleri arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığının test edilmesi için aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

H_0 : Yatırımcıların cinsiyetleri ile aşına olanı tercih etme eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Yatırımcıların cinsiyetleri ile aşına olanı tercih etme eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 30: Yatırımcıların ‘Cinsiyeti’ İle ‘Aşına Olma Tercih Etme Eğilimleri’ Arasındaki İlişki Tablosu

Katılımcıların cinsiyeti ile aşına olma eğilimi arasındaki ilişki		Yaşadığım yere yakın olan ve bildiğim şirketlerin hisselerine yatırım yaparım.					Toplam	
		Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum		
Cinsiyetiniz	Kadın	Gözlenen Değer	14	41	18	55	56	184
		Beklenen Değer	15,6	50,7	13	55,8	48,9	184
		% Cinsiyetiniz	7,60%	22,30%	9,80%	29,90%	30,40%	100,00%
		%Aşına Olma Eğilimi	38,90%	35,00%	60,00%	42,60%	49,60%	43,30%
		% Toplam	3,30%	9,60%	4,20%	12,90%	13,20%	43,30%
	Erkek	Gözlenen Değer	22	76	12	74	57	241
		Beklenen Değer	20,4	66,3	17	73,2	64,1	241
		% Cinsiyetiniz	9,10%	31,50%	5,00%	30,70%	23,70%	100,00%
		%Aşına Olma Eğilimi	61,10%	65,00%	40,00%	57,40%	50,40%	56,70%
		% Toplam	5,20%	17,90%	2,80%	17,40%	13,40%	56,70%
Toplam	Gözlenen Değer	36	117	30	129	113	425	
	Beklenen Değer	36	117	30	129	113	425	
	% Cinsiyetiniz	8,50%	27,50%	7,10%	30,40%	26,60%	100,00%	
	%Aşına Olma Eğilimi	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	
	% Toplam	8,50%	27,50%	7,10%	30,40%	26,60%	100,00%	
$\chi^2= 8,768$ $df= 4$, $P (0,067) > 0,05$ H_0 : Kabul H_1 : Red								

Yatırımcıların cinsiyeti ile aşına olanı tercih etme eğilimi arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını tespit etmek amacıyla yapılan Ki-Kare test sonucu Tablo 30’da gösterilmektedir. Erkeklerin ve kadınların ‘yaşadığım yere yakın olan ve bildiğim şirketlerin hisselerine yatırım yaparım’ önermesine verdikleri cevaplar aşına olma eğilimini taşıdıklarını göstermektedir. Ki-Kare test sonucuna göre %95 güven düzeyinde Pearson anlamlılık seviyesi 0.05’ten büyük ($p=0,067$) olduğu için H_0 hipotezi kabul edilir. Yatırımcıların cinsiyetleri ile aşına olanı tercih etme eğilimleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

3.2.4.4. Verilerin ‘Cinsiyet’ ve ‘Sürü Davranışı Eğilimi’ Açısından Analizi

Yatırımcıların cinsiyeti ile sürü davranışı eğilimi arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığının test edilmesi için aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

H₀: Yatırımcıların cinsiyetleri ile sürü davranışı eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H₁: Yatırımcıların cinsiyetleri ile sürü davranışı eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 31: Yatırımcıların ‘Cinsiyeti’ İle ‘Sürü Davranışı Eğilimleri’ Arasındaki İlişki Tablosu

Katılımcıların cinsiyeti ile sürü davranışı eğilimi arasındaki ilişki			Yatırımcıların çoğunlukla tercih ettiği yatırım araçları daima en yüksek getiriyi sağlar.					Toplam
			Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum	
Cinsiyetiniz	Kadın	Gözlenen Değer	5	47	7	74	51	184
		Beklenen Değer	12,1	52,8	11,7	63,2	44,2	184
		% Cinsiyetiniz	2,70%	25,50%	3,80%	40,20%	27,70%	100,00%
		%Sürü Davranışı Eğilimi	17,90%	38,50%	25,90%	50,70%	50,00%	43,30%
		% Toplam	1,20%	11,10%	1,60%	17,40%	12,00%	43,30%
	Erkek	Gözlenen Değer	23	75	20	72	51	241
		Beklenen Değer	15,9	69,2	15,3	82,8	57,8	241
		% Cinsiyetiniz	9,50%	31,10%	8,30%	29,90%	21,20%	100,00%
		%Sürü Davranışı Eğilimi	82,10%	61,50%	74,10%	49,30%	50,00%	56,70%
		% Toplam	5,40%	17,60%	4,70%	16,90%	12,00%	56,70%
Toplam	Gözlenen Değer	28	122	27	146	102	425	
	Beklenen Değer	28	122	27	146	102	425	
	% Cinsiyetiniz	6,60%	28,70%	6,40%	34,40%	24,00%	100,00%	
	%Sürü Davranışı Eğilimi	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	
	% Toplam	6,60%	28,70%	6,40%	34,40%	24,00%	100,00%	
$\chi^2= 16,944$ df= 4, P (0,002) < 0,05 H ₀ : Red H ₁ : Kabul								

Katılımcıların cinsiyetleri ile sürü davranışı eğilimi arasında ilişki olup olmadığını tespit etmek amacıyla yapılan Ki-Kare test sonucuna göre; kadınların ‘Yatırımcıların çoğunlukla tercih ettiği yatırım araçları daima en yüksek getiriyi sağlar’ önermesine verdiği cevaplar ‘Kesinlikle Katılmıyorum’, ‘Katılmıyorum’ ve ‘Kararsızım’ seçenekleri için beklenen değer altındadır. ‘Katılıyorum’ ve ‘Kesinlikle Katılıyorum’ seçenekleri için verdikleri cevaplar ise beklenen değer üzerindedir. Bu durumda kadınların sürü davranışı eğilimi gösterdikleri bulgulanmaktadır. Erkeklerin ise ‘Yatırımcıların çoğunlukla tercih ettiği yatırım araçları daima en yüksek getiriyi sağlar’ önermesine verdiği cevaplar ‘Kesinlikle Katılmıyorum’, ‘Katılmıyorum’ ve ‘Kararsızım’ seçenekleri için beklenen değer üzerindedir. ‘Katılıyorum’ ve ‘Kesinlikle Katılıyorum’ seçenekleri için verdikleri cevaplar ise beklenen değer altındadır. Erkeklerin sürü davranışı eğilimini kadınlardan daha az gösterdikleri sonucuna ulaşılmaktadır. Ki-Kare test sonucuna göre %95 güven düzeyinde Pearson anlamlılık seviyesi 0.05’ten küçük ($p=0,002$) olduğu için H_1 hipotezi kabul edilir. Yatırımcıların cinsiyetleri ile sürü davranışı eğilimleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır sonucuna ulaşılmaktadır.

3.2.4.5. Verilerin ‘Cinsiyet’ ve ‘Belirsizlikten Kaçınma Eğilimi’ Açısından Analizi

Yatırımcıların cinsiyeti ile belirsizlikten kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığını test edilmesi için aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

H_0 : Yatırımcıların cinsiyetleri ile belirsizlikten kaçınma eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Yatırımcıların cinsiyetleri ile belirsizlikten kaçınma eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 32: Yatırımcıların ‘Cinsiyeti’ İle ‘Belirsizlikten Kaçınma Eğilimleri’ Arasındaki İlişki Tablosu

Katılımcıların cinsiyeti ile belirsizlikten kaçınma eğilimi arasındaki ilişki		Küçük bankalar büyük bankalara göre daha yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yapmayı tercih ederim.					Toplam	
		Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum		
Cinsiyetiniz	Kadın	Gözlenen Değer	3	38	8	72	63	184
		Beklenen Değer	11,3	37,2	12,6	68	55	184
		% Cinsiyetiniz	1,60%	20,70%	4,30%	39,10%	34,20%	100,00 %
		% Belirsizlikte n Kaçınma Eğilimi	11,50%	44,20%	27,60%	45,90%	49,60%	43,30%
		% Toplam	0,70%	8,90%	1,90%	16,90%	14,80%	43,30%
	Erkek	Gözlenen Değer	23	48	21	85	64	241
		Beklenen Değer	14,7	48,8	16,4	89	72	241
		% Cinsiyetiniz	9,50%	19,90%	8,70%	35,30%	26,60%	100,00 %
		% Belirsizlikte n Kaçınma Eğilimi	88,50%	55,80%	72,40%	54,10%	50,40%	56,70%
		% Toplam	5,40%	11,30%	4,90%	20,00%	15,10%	56,70%
Toplam	Gözlenen Değer	26	86	29	157	127	425	
	Beklenen Değer	26	86	29	157	127	425	
	% Cinsiyetiniz	6,10%	20,20%	6,80%	36,90%	29,90%	100,00 %	
	% Belirsizlikte n Kaçınma Eğilimi	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00 %	
	% Toplam	6,10%	20,20%	6,80%	36,90%	29,90%	100,00 %	
$\chi^2= 16,104$ $df= 4$, $P (0,003) < 0,05$ H_0 : Red H_1 : Kabul								

Yatırımcıların cinsiyeti ile belirsizlikten kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir ilişkinin var olup olmadığını tespit etmek amacıyla yapılan Ki-Kare testine göre; kadınların ‘Küçük bankalar büyük bankalara göre daha yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yapmayı tercih ederim’ önermesine verdikleri cevap ‘Kesinlikle Katılmıyorum’, ‘Katılmıyorum’ ve ‘Kararsızım’ seçenekleri için beklenen değerden küçük ya da çok yakındır. Kadınların, ‘Katılıyorum’ ve ‘Kesinlikle Katılıyorum’ seçenekleri için verdikleri cevaplar ise beklenen değerden büyüktür.

Kadın yatırımcılar belirsizlikten kaçınma eğilimi içerisindedirler. Erkeklerin ise ‘Küçük bankalar büyük bankalara göre daha yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yapmayı tercih ederim’ önermesine verdikleri cevap ‘Kesinlikle Katılmıyorum’, ‘Katılmıyorum’ ve ‘Kararsızım’ seçenekleri için beklenen değerden büyüktür. Erkeklerin, ‘Katılıyorum’ ve ‘Kesinlikle Katılıyorum’ seçeneklerine verdikleri cevap ise beklenen değerden küçüktür. Bu sonuca göre erkek yatırımcılar belirsizlikten kaçınma eğilimini daha az sergilerken, daha riskli varlıklara yönelmektedirler. Ki-Kare test sonucuna göre %95 güven düzeyinde Pearson anlamlılık seviyesi 0.05’ten küçük ($p=0,003$) olduğu için H_1 hipotezi kabul edilir. Yatırımcıların cinsiyetleri ile belirsizlikten kaçınma eğilimleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır sonucuna ulaşılmaktadır. Erkek yatırımcılar belirsizlikten kaçınma eğilimini kadın yatırımcılara oranla daha az göstermektedirler.

3.2.4.6. Verilerin ‘Yaşanılan Coğrafi Alan’ ve ‘Riske Karşı Tutum’ Açısından Analizi

Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alanın özellikleri ile riske karşı tutumları arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığının test edilmesi için aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

H_0 : Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile riske karşı tutumları arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile riske karşı tutumları arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 33: Yatırımcıların ‘Yaşadıkları Coğrafi Alan’ ile ‘Riske Karşı Tutumları’ Arasındaki İlişki Tablosu

Katılımcıların yaşadığı coğrafi alan ile riske karşı tutumu arasındaki ilişki		Yatırımlarınızda riske girmeyi sever misiniz?					Toplam	
		Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum		
Yaşanılan Coğrafi Alan	Kırsal Alan	Gözlenen Değer	2	9	28	34	22	95
		Beklenen Değer	6	15,2	28,4	28,6	16,8	95
		% Coğrafi Alan	2,10%	9,50%	29,50%	35,80%	23,20%	100,00%
		%Riske Karşı Tutum	7,40%	13,20%	22,00%	26,60%	29,30%	22,40%
		% Toplam	0,50%	2,10%	6,60%	8,00%	5,20%	22,40%
	Kentsel Alan	Gözlenen Değer	13	33	72	65	35	218
		Beklenen Değer	13,8	34,9	65,1	65,7	38,5	218
		% Coğrafi Alan	6,00%	15,10%	33,00%	29,80%	16,10%	100,00%
		%Riske Karşı Tutum	48,10%	48,50%	56,70%	50,80%	46,70%	51,30%
		% Toplam	3,10%	7,80%	16,90%	15,30%	8,20%	51,30%
	Metropolitan Kent	Gözlenen Değer	12	26	27	29	18	112
		Beklenen Değer	7,1	17,9	33,5	33,7	19,8	112
		% Coğrafi Alan	10,70%	23,20%	24,10%	25,90%	16,10%	100,00%
		%Riske Karşı Tutum	44,40%	38,20%	21,30%	22,70%	24,00%	26,40%
		% Toplam	2,80%	6,10%	6,40%	6,80%	4,20%	26,40%
Toplam	Gözlenen Değer	27	68	127	128	75	425	
	Beklenen Değer	27	68	127	128	75	425	
	% Coğrafi Alan	6,40%	16,00%	29,90%	30,10%	17,60%	100,00%	
	%Riske Karşı Tutum	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	
	% Toplam	6,40%	16,00%	29,90%	30,10%	17,60%	100,00%	
$\chi^2= 18,145$, $df= 8$, $P (0,020) < 0,05$ H_0 : Red H_1 : Kabul								

Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile riske karşı tutumları arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığının tespiti için yapılan Ki-Kare testine göre; kırsal alanda yaşayanların ‘Yatırımlarınızda riske girmeyi sever misiniz’ sorusuna verdikleri

cevaplar ‘Kesinlikle Katılmıyorum’, ‘Katılmıyorum’ ve ‘Kararsızım’ seçenekleri için frekans olarak beklenen değerden küçükken; ‘Katılıyorum’ ve ‘Kesinlikle Katılıyorum’ seçenekleri için verdikleri cevaplar frekans olarak beklenen değerden büyüktür. Kırsal alanda yaşayanların yatırım kararlarında daha fazla risk aldığı sonucuna ulaşılmaktadır. Kentsel alanda yaşayanların ‘Yatırımlarınızda riske girmeyi sever misiniz’ sorusuna verdikleri cevaplar ‘Kesinlikle Katılmıyorum’, ‘Katılmıyorum’, ‘Kararsızım’, ‘Katılıyorum’ ve ‘Kesinlikle Katılıyorum’ seçenekleri için frekans olarak yaklaşık olarak beklenen değere eşittir. Metropolitan alanda yaşayanların ise ‘Yatırımlarınızda riske girmeyi sever misiniz’ sorusuna verdikleri cevaplar ‘Kesinlikle Katılmıyorum’, ‘Katılmıyorum’ seçenekleri için frekans olarak beklenen değerden büyüktür. Metropolitan alanda yaşayanların ‘Kararsızım’, ‘Katılıyorum’ ve ‘Kesinlikle Katılıyorum’ seçenekleri için verdikleri cevaplar ise beklenen değerden küçüktür. Kırsal alanda yaşayan yatırımcıların metropolitan alanda yaşayan yatırımcılara göre risk alma eğilimleri daha yüksektir. Ki-Kare test sonucuna göre %95 güven düzeyinde Pearson anlamlılık seviyesi 0,05’ten küçük ($p=0,020$) olduğu için H_1 hipotezi kabul edilir. Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile riske karşı tutumları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

3.2.4.7. Verilerin ‘Yaşanılan Coğrafi Alan’ ve ‘Aşırı Güven Eğilimi’ Açısından Analizi

Yatırımcıların yaşanılan coğrafi alan ile aşırı güven eğilimleri arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığının test edilmesi için aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

H_0 : Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile aşırı güven eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile aşırı güven eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 34: Yatırımcıların ‘Yaşadıkları Coğrafi Alan’ İle ‘Aşırı Güven Eğilimi’ Arasındaki İlişki Tablosu

Katılımcıların yaşadığı coğrafi alan ile aşırı güven eğilimi arasındaki ilişki		Yatırımlarım için aldığım kararlarda kendime olan güvenim çok yüksektir.					Toplam	
		Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum		
Yaşanılan Coğrafi Alan	Kırsal Alan	Gözlenen Değer	5	24	5	40	21	95
		Beklenen Değer	3,8	18,3	5,4	42,5	25	95
		% Coğrafi Alan	5,30%	25,30%	5,30%	42,10%	22,10%	100,00%
		%Aşırı Güven Eğilimi	29,40%	29,30%	20,80%	21,10%	18,80%	22,40%
		% Toplam	1,20%	5,60%	1,20%	9,40%	4,90%	22,40%
	Kentsel Alan	Gözlenen Değer	6	40	14	103	55	218
		Beklenen Değer	8,7	42,1	12,3	97,5	57,4	218
		% Coğrafi Alan	2,80%	18,30%	6,40%	47,20%	25,20%	100,00%
		%Aşırı Güven Eğilimi	35,30%	48,80%	58,30%	54,20%	49,10%	51,30%
		% Toplam	1,40%	9,40%	3,30%	24,20%	12,90%	51,30%
	Metropolitan Kent	Gözlenen Değer	6	18	5	47	36	112
		Beklenen Değer	4,5	21,6	6,3	50,1	29,5	112
		% Coğrafi Alan	5,40%	16,10%	4,50%	42,00%	32,10%	100,00%
		%Aşırı Güven Eğilimi	35,30%	22,00%	20,80%	24,70%	32,10%	26,40%
		% Toplam	1,40%	4,20%	1,20%	11,10%	8,50%	26,40%
Toplam	Gözlenen Değer	17	82	24	190	112	425	
	Beklenen Değer	17	82	24	190	112	425	
	% Coğrafi Alan	4,00%	19,30%	5,60%	44,70%	26,40%	100,00%	
	%Aşırı Güven Eğilimi	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	
	% Toplam	4,00%	19,30%	5,60%	44,70%	26,40%	100,00%	
$\chi^2= 7,562, df= 8, P (0,477) > 0,05$ H ₀ : Kabul H ₁ : Red								

Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile aşırı güven eğilimi arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını tespit etmek amacıyla yapılan Ki-Kare test sonucu Tablo 34’te gösterilmektedir. Kırsal alan, kentsel alan ve metropolitan alanda yaşayan katılımcılar aşırı güven eğilimi taşımaktadırlar. Ki-Kare test sonucuna göre %95 güven düzeyinde Pearson anlamlılık seviyesi 0.05’ten büyük ($p=0,477$) olduğu için H_0 hipotezi kabul edilir. Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile aşırı güven eğilimleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

3.2.4.8. Verilerin ‘Yaşanılan Coğrafi Alan’ ve ‘Aşına Olunanı Tercih Etme Eğilimi’ Açısından Analizi

Yatırımcıların yaşanılan coğrafi alan ile aşına olanı tercih etme eğilimleri arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığını test edilmesi için aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

H_0 : Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile aşına olanı tercih etme eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile aşına olanı tercih etme eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 35: Yatırımcıların ‘Yaşadıkları Coğrafi Alan’ İle ‘Aşına Olanı Tercih Etme’ Eğilimleri Arasındaki İlişki Tablosu

Katılımcıların yaşadığı coğrafi alan ile aşına olma eğilimi arasındaki ilişki		Yaşadığım yere yakın olan ve bildiğim şirketlerin hisselerine yatırım yaparım.					Toplam	
		Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum		
Yaşanılan Coğrafi Alan	Kırsal Alan	Gözlenen Değer	5	23	4	28	35	95
		Beklenen Değer	8	26,2	6,7	28,8	25,3	95
		% Coğrafi Alan	5,30%	24,20%	4,20%	29,50%	36,80%	100,00%
		%Aşına Olma Eğilimi	13,90%	19,70%	13,30%	21,70%	31,00%	22,40%
		% Toplam	1,20%	5,40%	0,90%	6,60%	8,20%	22,40%
	Kentsel Alan	Gözlenen Değer	17	57	20	72	52	218
		Beklenen Değer	18,5	60	15,4	66,2	58	218
		% Coğrafi Alan	7,80%	26,10%	9,20%	33,00%	23,90%	100,00%
		%Aşına Olma Eğilimi	47,20%	48,70%	66,70%	55,80%	46,00%	51,30%
		% Toplam	4,00%	13,40%	4,70%	16,90%	12,20%	51,30%
	Metropolitan Kent	Gözlenen Değer	14	37	6	29	26	112
		Beklenen Değer	9,5	30,8	7,9	34	29,8	112
		% Coğrafi Alan	12,50%	33,00%	5,40%	25,90%	23,20%	100,00%
		%Aşına Olma Eğilimi	38,90%	31,60%	20,00%	22,50%	23,00%	26,40%
		% Toplam	3,30%	8,70%	1,40%	6,80%	6,10%	26,40%
Toplam	Gözlenen Değer	36	117	30	129	113	425	
	Beklenen Değer	36	117	30	129	113	425	
	% Coğrafi Alan	8,50%	27,50%	7,10%	30,40%	26,60%	100,00%	
	%Aşına Olma Eğilimi	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	
	% Toplam	8,50%	27,50%	7,10%	30,40%	26,60%	100,00%	
$\chi^2 = 14,237$, $df = 8$, $P (0,076) > 0,05$ H_0 : Kabul H_1 : Red								

Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile aşına olanı tercih etme eğilimi arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını tespit etmek amacıyla yapılan Ki-Kare test sonucu Tablo 35’te gösterilmektedir. Kırsal alan, kentsel alan ve metropolitan alanda yaşayan katılımcılar aşına olanı tercih etme eğilimi göstermektedirler. Ki-Kare test

sonucuna göre %95 güven düzeyinde Pearson anlamlılık seviyesi 0.05'ten büyük ($p=0,076$) olduğu için H_0 hipotezi kabul edilir. Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile aşına olunanı tercih etme arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

3.2.4.9. Verilerin ‘Yaşanılan Coğrafi Alan’ ve ‘Sürü Davranışı Eğilimleri’ Açısından Analizi

Yatırımcıların yaşanılan coğrafi alan ile sürü davranışı eğilimleri arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığının test edilmesi için aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

H_0 : Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile sürü davranışı eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile sürü davranışı eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 36: Yatırımcıların ‘Yaşadıkları Coğrafi Alan’ İle ‘Sürü Davranışı Eğilimleri’ Arasındaki İlişki Tablosu

Katılımcıların yaşadığı coğrafi alan ile sürü davranışı eğilimi arasındaki ilişki		Yatırımcıların çoğunlukla tercih ettiği yatırım araçları daima en yüksek getiriye sağlar.					Toplam	
		Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum		
Yaşanılan Coğrafi Alan	Kırsal Alan	Gözlenen Değer	4	21	6	35	29	95
		Beklenen Değer	6,3	27,3	6	32,6	22,8	95
		% Coğrafi Alan	4,20%	22,10%	6,30%	36,80%	30,50%	100,00%
		%Sürü Davranışı Eğilimi	14,30%	17,20%	22,20%	24,00%	28,40%	22,40%
		% Toplam	0,90%	4,90%	1,40%	8,20%	6,80%	22,40%
	Kentsel Alan	Gözlenen Değer	12	63	18	80	45	218
		Beklenen Değer	14,4	62,6	13,8	74,9	52,3	218
		% Coğrafi Alan	5,50%	28,90%	8,30%	36,70%	20,60%	100,00%
		%Sürü Davranışı Eğilimi	42,90%	51,60%	66,70%	54,80%	44,10%	51,30%
		% Toplam	2,80%	14,80%	4,20%	18,80%	10,60%	51,30%
	Metropolitan Kent	Gözlenen Değer	12	38	3	31	28	112
		Beklenen Değer	7,4	32,2	7,1	38,5	26,9	112
		% Coğrafi Alan	10,70%	33,90%	2,70%	27,70%	25,00%	100,00%
		%Sürü Davranışı Eğilimi	42,90%	31,10%	11,10%	21,20%	27,50%	26,40%
		% Toplam	2,80%	8,90%	0,70%	7,30%	6,60%	26,40%
Toplam	Gözlenen Değer	28	122	27	146	102	425	
	Beklenen Değer	28	122	27	146	102	425	
	% Coğrafi Alan	6,60%	28,70%	6,40%	34,40%	24,00%	100,00%	
	%Sürü Davranışı Eğilimi	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	
	% Toplam	6,60%	28,70%	6,40%	34,40%	24,00%	100,00%	
$\chi^2= 14,960$, $df= 8$, $P (0,060) > 0,05$ H_0 : Kabul H_1 : Red								

Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile sürü davranışı eğilimi arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını tespit etmek amacıyla yapılan Ki-Kare test sonucu

Tablo 36’da gösterilmektedir. Kırsal alan, kentsel alan ve metropolitan alanda yaşayan katılımcılar sürü davranışı eğilimi göstermektedirler. Ki-Kare test sonucuna göre %95 güven düzeyinde Pearson anlamlılık seviyesi 0.05’ten büyük ($p=0,060$) olduğu için H_0 hipotezi kabul edilir. Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile sürü davranışı eğilimleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

3.2.4.10. Verilerin ‘Yaşanılan Coğrafi Alan’ ve ‘Belirsizlikten Kaçınma Eğilimleri’ Açısından Analizi

Yatırımcıların yaşanılan coğrafi alan ile belirsizlikten kaçınma eğilimleri arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığının test edilmesi için aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

H_0 : Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile belirsizlikten kaçınma eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile belirsizlikten kaçınma eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 37: Yatırımcıların ‘Yaşadıkları Coğrafi Alan’ ile ‘Belirsizlikten Kaçınma Eğilimleri’ Arasındaki İlişki Tablosu

Katılımcıların yaşadığı coğrafi alan ile belirsizlikten kaçınma eğilimi arasındaki ilişki		Küçük bankalar büyük bankalara göre daha yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yapmayı tercih ederim.					Toplam	
		Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum		
Yaşanılan Coğrafi Alan	Kırsal Alan	Gözlenen Değer	3	17	2	40	33	95
		Beklenen Değer	5,8	19,2	6,5	35,1	28,4	95
		% Coğrafi Alan	3,20%	17,90%	2,10%	42,10%	34,70%	100,00%
		%Belirsizlikten Kaçınma Eğilimi	11,50%	19,80%	6,90%	25,50%	26,00%	22,40%
		% Toplam	0,70%	4,00%	0,50%	9,40%	7,80%	22,40%
	Kentsel Alan	Gözlenen Değer	8	39	18	83	70	218
		Beklenen Değer	13,3	44,1	14,9	80,5	65,1	218
		% Coğrafi Alan	3,70%	17,90%	8,30%	38,10%	32,10%	100,00%
		%Belirsizlikten Kaçınma Eğilimi	30,80%	45,30%	62,10%	52,90%	55,10%	51,30%
		% Toplam	1,90%	9,20%	4,20%	19,50%	16,50%	51,30%
	Metropolitan Kent	Gözlenen Değer	15	30	9	34	24	112
		Beklenen Değer	6,9	22,7	7,6	41,4	33,5	112
		% Coğrafi Alan	13,40%	26,80%	8,00%	30,40%	21,40%	100,00%
		%Belirsizlikten Kaçınma Eğilimi	57,70%	34,90%	31,00%	21,70%	18,90%	26,40%
		% Toplam	3,50%	7,10%	2,10%	8,00%	5,60%	26,40%
Toplam	Gözlenen Değer	26	86	29	157	127	425	
	Beklenen Değer	26	86	29	157	127	425	
	% Coğrafi Alan	6,10%	20,20%	6,80%	36,90%	29,90%	100,00%	
	%Belirsizlikten Kaçınma Eğilimi	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	
	% Toplam	6,10%	20,20%	6,80%	36,90%	29,90%	100,00%	
$\chi^2= 26,273$, $df= 8$, $P (0,001) < 0,05$ H_0 : Red H_1 : Kabul								

Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile belirsizlikten kaçınma eğilimi arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığının tespiti için yapılan Ki-Kare testine göre; kırsal alanda yaşayanların ‘Küçük bankalar büyük bankalara göre daha yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yapmayı tercih ederim’ sorusuna verdikleri cevaplar ‘Kesinlikle Katılmıyorum’, ‘Katılmıyorum’ ve ‘Kararsızım’ seçenekleri için

frekans olarak beklenen değerden küçükken; ‘Katılıyorum’ ve ‘Kesinlikle Katılıyorum’ seçenekleri için verdikleri cevaplar frekans olarak beklenen değerden büyüktür. Kırsal alanda yaşayanların yatırım kararlarında belirsizlikten kaçınma eğilimi sergiledikleri sonucuna ulaşılmaktadır. Kentsel alanda yaşayanların “Küçük bankalar büyük bankalara göre daha yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yapmayı tercih ederim” sorusuna verdikleri cevaplar ‘Kesinlikle Katılmıyorum’ ve ‘Katılmıyorum’, seçenekleri için frekans olarak beklenen değerden daha küçüktür. Kentsel alanda yaşayanların bu önermeye verdikleri cevaplar ‘Kararsızım’, ‘Katılıyorum’ ve ‘Kesinlikle Katılıyorum’ seçenekleri için frekans olarak beklenen değerden daha küçüktür. Metropolitan alanda yaşayanların ise ‘Küçük bankalar büyük bankalara göre daha yüksek faiz verse bile tasarruflarımı büyük bankalara yapmayı tercih ederim’ sorusuna verdikleri cevaplar ‘Kesinlikle Katılmıyorum’, ‘Katılmıyorum’ ve ‘Kararsızım’ seçenekleri için frekans olarak beklenen değerden daha büyüktür. Metropolitan alanda yaşayanların ‘Katılıyorum’ ve ‘Kesinlikle Katılıyorum’ seçenekleri için verdikleri cevaplar ise beklenen değerden küçüktür. Kırsal alanda yaşayan yatırımcıların metropolitan alanda yaşayan yatırımcılara göre belirsizlikten kaçınma eğilimlerine yatkınlıkları daha fazladır. Ki-Kare test sonucuna göre %95 güven düzeyinde Pearson anlamlılık seviyesi 0,05’ten küçük ($p=0,001$) olduğu için H_1 hipotezi kabul edilir. Yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile belirsizlikten kaçınma eğilimleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Finansal piyasalarda bireylerin karar verme süreçlerindeki davranışları ve finansal eğilimleri, uzun yıllardan beri ekonomi ve finans çevrelerinde araştırılan, varsayımlar üzerine modeller geliştirilen bir alan olmuştur. Geleneksel finans rasyonel olarak kabul ettiği bireylerin, kendi çıkarlarını en iyi şekilde koruyan, faydasını maksimize eden akılcı kararlar aldığını varsayar. Geleneksel finansa göre rasyonel birey etkin bir şekilde işleyen piyasalarda kendisi için en uygun ürünü, en kalitelisini, en ucuz fiyattan bulur ve alır. Ancak bu teorinin varsayımları yaşanan ekonomik ve finansal çevreyi açıklamada çoğu zaman yetersiz kalmıştır. İnsanlar, sistematik olarak hata yapan, düşünebilen ve her biri farklı önyargılarından ve duygularından etkilenen psikolojik bir varlıktır. Geleneksel finansın savunduğu gibi her zaman rasyonel değildir. İnsanların bu karmaşık iç dünyası, algısı, mantık dışı ekonomik hareketlerini tanımlayıp anlayabilmek için bu koşullara uygun daha gerçekçi ve insan psikolojisini de teorilere alacak bir bilim dalına duyulan ihtiyaç, davranışsal finansın ortaya çıkmasına neden olan en belirgin etkidir.

Davranışsal finans bireylerin aldıkları kararlarda yalnızca bilimsel gerçekleri, verileri ve analizleri dikkate almayan bunun yanı sıra psikolojik ve sosyolojik faktörlerinde kararlarda etkili olduğunu öne süren interdisipliner bir bilim dalıdır. Davranışsal finans egemen iktisat teorisinin getirmiş olduğu ‘rasyonel birey’ tanımlamasının özellikle risk ve belirsizlik durumlarında geçerli olmadığını varsayarak ‘sınırlı rasyonel birey’ kavramına yer vererek duyguları, önyargıları, algıları, sezgileri karar alma mekanizmasının bir fonksiyonu olarak görür. Bireyler asimetric enformasyonun var olduğu günümüz ortamında bilgi eksikliği altında karar almak zorundadırlar. Dolayısıyla geleneksel iktisatın etkin piyasalar hipotezini oluşturan daima tam ve eksiksiz bilgi tezi davranışsal finans teorisine göre geçersizdir ve davranışsal finans varsayımlarına göre piyasa etkinliğindeki sapmalar yatırımcıların irrasyonel davranışlarından kaynaklanmaktadır.

Davranışsal finansın önceki savunucuları geleneklere ters kimseler olarak kabul edilmekteydi. Fakat artık finans alanında ekonomik kararların tahmin edilebilir önyargılar içerebileceği yavaş yavaş kabul edilmektedir. Son 20 yıl boyunca, psikolojinin ve duyguların finansal karar almada etkili olduğuna ilişkin kanıtlar daha

ikna edicidir ve bu alandaki çalışmalar gün geçtikçe artmaktadır. Nobel 2002 Ekonomi ödülünü alan psikolog Kahneman ile popüleritesi artan davranışsal finans, yapılan akademik çalışmalarla da gözde bir bilim dalı haline gelmeye başlamıştır. Hatta bu alan özellikle büyük ve gelişmiş ülkelerde de dikkat çekici ve önemli bir alan olma yönünde hızla ilerlemektedir. Obama yönetimi “BRAIN” adlı bir projeye nanoteknolojik yöntemlerle hafıza, beynin işleyişi, bilginin oluşması, davranışların altında yatan kompleks ilişkileri anlamak için davranışsal iktisada 300 milyon dolar ayırmıştır. Bu durum davranışsal finansın önemini kat ve kat arttırmıştır.

Bu çalışmada Geleneksel Finans Teorisi ve son dönemlerde finans literatüründe sık sık sözü edilen davranışsal finans yaklaşımı örneklerle açıklanarak, İzmir, Adana ve Mersin’de yaşayan bireysel yatırımcıların yatırım kararlarının davranışsal finans eğilimleri açısından ele alınmıştır. Çalışma üç ana bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci ve ikinci bölümü teori iken üçüncü bölümü ise uygulama kısmını oluşturmaktadır. Birinci bölümde Geleneksel Finans Teorilerinde kullanılan modeller, teori ve hipotezler tanımlanarak, davranışsal finans kavramının tanımı, tarihsel gelişimi, modelleri, amaçları ve finansal piyasalardaki anomaliler ele alınmaktadır. Geleneksel ve davranışsal finans modelleri karşılaştırmalı olarak incelenmektedir. Çalışmanın ikinci bölümünde ise geleneksel finans modellerinin bencil, tam rasyonel, faydasını ve kârını her daim maksimize eden insan profili yerine günümüz dünyasında tam rasyonaliteden uzak insan davranışları davranışsal finans kapsamında ayrıntılı olarak açıklanarak örneklerle ele alınmaktadır. Üçüncü bölümde ise davranışsal finans açısından rasyonel olmayan yatırımcı davranışlarının incelenmesi için yerli ve yabancı literatür taraması sonucu oluşturulan bir anket hazırlanıp İzmir, Adana ve Mersin’de yaşayan genellikle finans eğitimi almış, yatırım bilincinin farkında olan bireylerle bir saha araştırması yapılmaktadır. Anketin bir kısmı bireylerin demografik özellikleri ile finansal profillerini belirlemeye yönelikken bir kısmı da davranışsal finansa göre bireylerin finansal karar süreçlerinde etkilendikleri duygusal ve bilişsel eğilimlerden ne derece etkilendiklerinin tespitine yönelik sorulardan oluşmaktadır. Genel olarak bu çalışmada davranışsal finansa konu olan rasyonel olmayan davranışların nedenlerinin İzmir, Adana ve Mersin illerindeki yatırımcılar için sınanması hedeflenmektedir. Anket 425 bireysel yatırımcı ile gerçekleştirilmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen veriler SPSS 24.0 istatistik

programına aktarılarak değerlendirilmiştir. Bütün sorulara ait frekans analizi ve birtakım hipotezlere ilişkin Ki kare testi ile çapraz karşılaştırmalar tablolar halinde sunulmuştur. Bu çalışma ile bireysel yatırımcıların sistematik olarak yaptığı hataların, bunların nedenlerinin biliniyor olması, gelecekte olabilecek davranışsal eğilimlerin ve bu eğilimlerin yatırım kararlarına etkilerinin öngörülebilmesi açısından literatüre katkı sağlaması temel amaçtır.

Çalışma verilerinden elde edilen sonuçlara göre; hedef ana kütleimizin davranışsal finans kapsamında ele alınan, insanları irrasyonel karar almaya yönelten eğilimlerden etkilenme dereceleri sayısal verilerle açıklanmıştır. Anketten elde edilen sonuçların çoğu literatürdeki yapılmış olan önceki çalışmaları destekler niteliktedir.

Çalışmada toplam 425 bireyden oluşan katılımcı sosyodemografik yönden incelendiğinde özetle şu veriler elde edilmiştir. Ankete katılan bireysel yatırımcıların 184'ü (%43,3) kadın, 241'i (%56,7) erkektir. Sonuçlar; erkek yatırımcıların sayısı ile kadın yatırımcıların sayısı arasında çok büyük farklar olmadığını göstermektedir. Literatürdeki eski çalışmalara bakıldığında genellikle erkek egemen bir yatırımcı portföyü görülmektedir. Yılmaz'a (2016: 196) göre kadınlar, son yıllarda kadın istihdamının artması, üst düzey pozisyonlarda kadınların da görev alması gibi nedenlerden dolayı artan gelirlerinden ayırdıkları payla tasarrufa yönelmişlerdir. Bu da piyasalarda kadın oranının artmasına sebep olan önemli bir etkidir.

Ankete katılan yatırımcıların %56,2'si Sosyal Bilimler alanında eğitim alan / mezun olan bireylerden oluşurken %33,6'sı Fen ve %10,1'i ise Sağlık Bilimleri alanında eğitim alan / mezun olan bireyler oluşturmaktadır. Farklı alanlar olsa da yatırımcılarımız belirli bir finansal yetkinliğe ve bilgiye sahip yatırımcılardır.

Katılımcıların büyük çoğunluğu düşük ve orta düzey bir gelire sahipken %40'ı ise yüksek ve çok yüksek düzey gelire sahiptir. Bu katılımcıların %73'ünün gelir durumuna göre tasarrufları için ayırdıkları pay yoğun olarak %1-%20 aralığındadır. Katılımcıların %15,8'i tasarruflarından %21-%30 aralığında pay ayırdıklarını beyan etmişlerdir. Katılımcıların gelir düzeyi ile yatırımları için ayırdıkları paylar karşılaştırıldığında gelirleri ile yatırımları için ayırdıkları payların birbiriyle orantılı olduğu tespit edilmektedir.

Katılımcıların büyük çoğunluğu 0-4 yıl arasında yatırım yapan ve portföylerinde genellikle 1-2 yatırım aracı bulduran bireysel yatırımcılardan

oluşmaktadır. Katılımcıların en fazla tercih ettikleri yatırım araçları altın, TL mevduat, döviz mevduat olmuştur. Türkiye’deki yapılan birçok çalışmada altın en çok tercih edilen yatırım aracı olmuştur. Yapılan yatırım araçları tercihine bakıldığında bireyler tarafından daha az riskli olarak algılanan ve daha fazla aşına oldukları yatırım araçlarını tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Bir ziynet eşyası olarak görülen ve elde tutulur somut bir şeyin varlığı altına olan güveni artırarak tercih edilmesine neden olmaktadır.

Bireylerin kendilerine olan güven ve inançları, kendi yeteneklerini, yapabileceklerini abartmaları, kendi tahminlerine ve sezgilerine gereğinden fazla güvenmeleri finansal piyasalardaki yatırımcılarda en çok rastlanan eğilimlerdenidir. Aşırı güven bireylerin riskleri olduğundan düşük tahminlemesine ve olaylara hâkimiyetindeki becerilerine abartılı önem vermeye neden olduğu için hatalı yatırım sonuçlarına yol açabilir. Bu çalışmada da katılımcılar, yatırım kararlarında kendilerine olan güvenleri yüksek ve kendi yatırımlarının piyasanın üzerinde bir getiri sağlayacağı yönünde aşırı güven sahibi olduklarını ifade etmişlerdir. Bu durum yatırımcıların risk düzeyi yüksek kararlar alma olasılığını arttırmaktadır.

Aşırı iyimserlik yanlılığı belirsizlik ve risk altında karar veren bireylerin kararlarının diğer bireylerinden kararlarından çok daha iyi olacağına ve gelecekteki olayların daima pozitif yönlü olacağına dair inancıdır. Bu çalışmada da bireylerin aşırı iyimserlik yanlılığı gösterdikleri görülmektedir. Çok yönlü düşünmeden, dar pencereden yatırım kararı aldırın aşırı iyimserlik yanlılığı hatalı yatırımlara neden olacağı için bu konuya dikkat edilmesi gerekmektedir.

Bireyler başarılı sonuçları kendi yeteneklerine, tahminlerine, sezgilerine, bilişsel yetilerine bağlarken, başarısızlıkları ise dışsal olgulara bağlayarak kendine atfetme yanlılığına uygun davranırlar. Bu çalışmada da katılımcılar kendine atfetme yanlılığı taşımaktadırlar. Katılımcılar başarılı durumları kendilerine, başarısızlıkları ise piyasa ve makroekonomik değişkenler gibi durumlara bağlamaktadırlar. Bu durum bireyleri aşırı güvenli bir yatırımcı yaparak daha riskli yatırım kararları almasına neden olur. Kendine atfetme yanlılığı beraberinde aşırı güveni getirir, dolayısıyla hem kendine aşırı güvenen hem de bütün iyi sonuçları kendi yeteneklerine bağlayan yatırımcı servetini azaltacak, getirilerini düşürecek riskli yatırım kararları verebilecektir.

İfadeleri sunuş biçimi, aynı bilgiyi algıda farklılaştırabilmektedir. Aynı araçla farklı sonuçlara ulaşma beklentisi yanılı oluşturabilir. Literatür kapsamında yapılan çalışmalarda bireylerin karar verirken farklı sunuluş tarzlarından etkilendikleri sonucuna ulaşılmıştır. Yatırımcı portföyü, yatırımcının zihnindeki çerçeveye göre şekillenmekte ve yatırımcılar dar çerçevelerden bakarak yanlış kararlar verebilmektedirler. Bireyler beklenti teorisinde öngörüldüğü gibi pozitif çerçevede riski düşük olan seçeneği tercih ederken, negatif çerçevede riskli seçeneklere yönelmektedirler. Bu çalışmada da katılımcıların %82,6'sı aynı durumu farklı ifade eden iki önermeden 'olumlu' bir biçimde verileni tercih etmişlerdir. Katılımcıların çoğunluğu kararlarında çerçeveleme yanılığından etkilenmiştir.

Bireysel yatırımcıların büyük çoğunluğunda belirsizlikten kaçınma eğilimi mevcuttur. Belirsizlikten kaçınma yanılığının hâkim olduğu bireysel yatırımcılarda riski konusunda bilgi sahibi oldukları ve kendi analizlerine göre daha güvenilir buldukları yatırım araçlarını tercih etme eğilimi vardır. Bu da optimal portföy çeşitlendirmesini engelleyerek olası getirilere engel olan yatırım kararları vermelerine neden olabilmektedir.

Muhafazakârlık yanılığı taşıyan bireysel yatırımcılar yeni gelen bilgilere ya çok düşük tepki verirler ya da hiç tepki vermezler. Yatırımcılar güncellenen bilgilere kulak asmadan daha önceki bilgilere ve verdikleri kararlara sıkı sıkıya bağlıdırlar. Yeni trend, yeni bilgi, yeni fiyat hareketleri muhafazakârlık yanılığı taşıyan bireysel yatırımcı için önemli değildir. Bu bireyler yeni bilgiye tepki gösterse bile bu reaksiyon yeni bilgileri değerlendiremeyecek seviyede yavaş olmaktadır. Statik olmayan finans piyasalarında bireylerin daha dikkatli davranıp, yeni gelen haberleri de değerlendirerek kararlarını güncelleyebilecek şekilde davranması yatırımlarının olası getirilerini arttıracaktır. Literatürle uyumlu olarak katılımcılar da iyi olduklarını düşündükleri bir şirkete yatırım yaptıktan sonra yeni bilgilerin kararlarını etkilemeyeceğini ve yatırım kararı aldıktan sonra bu kararlarını kolay kolay değiştirmeyeceklerini beyan ederek muhafazakarlık yanılığı taşıdıklarını göstermektedirler.

Kahneman ve Tversky (1979) beklenti teorisine göre bireylerin kayıp durumunda hissettiği üzüntü, kazanç durumunda hissettiği sevinçten çok daha fazladır. Bireyler özellikle belirsizlik ve risk içeren durumlarda irrasyonel kararlar

verebilmektedirler. Kaybetme olasılığının olduğu durumlarda beynimizin pişmanlıktan kaçınma mekanizması ağır basmaya başlar. Pişmanlıktan kaçınan yatırımcı, portföyünde olumsuzluklar yaşamışsa risksiz yatırımlara yönelmektedir. Kayıptan kaçınma güdülerinin baskın olduğu bireysel yatırımcı profilinde yatkinlik etkisi de görülmektedir. Kayıp pozisyonunda pişmanlıktan kaçınmak için bireyler kaybeden değerleri ellerinde tutmaya devam edeceklerini, kazanç pozisyonunda ise gurur hislerini yaşamak için kazananları kısa sürede elden çıkaracaklarını beyan etmişlerdir. Kayıp durumunda risksiz varlıklara yönelen bireysel yatırımcı kazanç durumunda daha riskli varlıkları tercih etmektedir. Bu durum yatırımcının irrasyonel davrandığının bariz göstergelerinden biridir. Anket verilerinden elde edilen sonuçlar, katılımcıların kaybeden hisseleri zararlarını karşılayıncaya kadar elden çıkarmama tutumları pişmanlıktan kaçınma yanlılığı taşıdıklarını göstermektedir. Katılımcıların %70'inin kazanan hisseleri satarak gurur duygusunu yaşamak istemesiyle davranışsal finansın yatkinlik etkisinin varlığı ile literatürle paralel sonuçlar elde edilmiştir.

Hevristik, belirsiz ortamlarda ve rekabet ortamında, bilginin karmaşıklığı ve analizinin uzun sürdüğü durumlarda beyinin karmaşık problemleri çözmek için kullandığı anlık kararlar vermemizi sağlayan 'pratik kısa yollar' olarak tanımlanmaktadır. Bireyler günlük yaşamında olduğu gibi finansal kararlarında da kısa yollardan faydalanmaktadır. Bireysel yatırımcılar genellikle mevcudiyet hevristiki, temsil etme hevristiki ve aşına olanı tercih etme gibi hevristikler kullanarak yatırım kararları verebilmektedirler. Bireyler aklına kolay gelebilen, en son yaşanan, hatırladığı olağandışı unsurlara daha fazla ağırlık vererek bunlara odaklanmaktadır. Bireyler bir olayın sonucunu tahminlerken kendi yaşadıkları benzer sonuçlara göre karar vermektedirler. Yatırımcılar, tercih etmekte kararlı oldukları yatırım araçlarının sadece son bir aydaki performanslarını göz önünde bulundurarak, gelecekte de aynı eğilimi sürdüreceğine inanırlar. Bu durum yatırımcıların tercih sonuçlarında olası kazançlarını sağlayamamasına sebep olabilmektedir. Ayrıca bireyler yalnızca çalıştığı sektör, yaşadığı bölge ve ülke kısıtlarına takılarak, yalnızca aşına oldukları varlıkları tercih ederek 'deneyimlerini dar aralıklandırma' yapmaktadır. Bu durum bireylerin risk düzeyini düşük algılamasına, portföy çeşitlendirmesi yaparak riski dağıtamamasına sebep olacak sistematik hatalar yapmasına yol açmaktadır. Bu çalışmada katılımcılar yatırım kararlarında yakın geçmişteki verilerden

yararlandıklarını, geçmişte kâr-zarar eden yatırım aracının gelecekte de aynı kâr-zararı tekrar edeceğini savunmaktadırlar. Katılımcıların mevcudiyet hevristikine eğilim gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır. Fakat katılımcıların düşük düzeyde temsililik hevristik eğilimde oldukları sonucuna ulaşılarak literatürdeki bulgulara ters sonuçlar elde edilmiştir. Bu çalışmada katılımcıların çoğunluğunun yaşadıkları yakın olan ve bildikleri hisselerle yatırım yapma önermesine katılıyor olması aşına olanı tercih etme yanlılığının finansal yatırım kararlarında etkili olduğunu göstermektedir.

İnsanlar da bir işletmenin muhasebe sistemi gibi beyinlerinde parasal işlemleri kaydeder, sınıflandırır ve değerlendirirler. Zihinsel muhasebe sistemleri, bireylerin beyinlerinde aynı parasal büyüklüğün eşit değerinde olmadığını, kaynağına, nereden geldiğine, nerede biriktirildiğine ve nerelerde harcanıldığına göre farklı kategorize etmesine neden olmaktadır. İnsanlar aynı miktardaki parayı farklı algılayarak, nereden geldiğine, hangi amaçla kullanılacağına, nasıl muhafaza edileceğine ve nasıl harcanacağına göre ayrı ayrı kategorize edip farklı değerlendirirler. Bireylerin nakit ve kredi kartı ile ödeme, kullanma amaçlı satın alma ile hediye amacıyla satın alma, emeklilik maaşının veya piyangodan kazanılan paranın çalınmasının ayrı üzüntüler yaşatması paranın zihinsel olarak muhasebeleştirilmesinden kaynaklanan yanılğılardır. Nakit ödeme ile kredi kartı ile ödemede aynı miktar ödenecek olmasına rağmen bireyler kredi kartıyla ödemeyi çoğunlukla daha cazip bulmuşlardır. Çünkü kredi kartıyla yapılan ödeme bireylerin tüketimden duyduğu acıyı öteleyerek hazzın daha uzun yaşanmasına sebep olmaktadır. Kredi kartı kullanımı hem ödeme acısını ötelediği için hem de somut olarak o an bir para çıkışı görülmediği için harcamaları da arttırmaktadır. Bu çalışmada da bireylere, 5 ay sonrasında gidecekleri tatil için 2 ödeme planı sunulduğunda %72'si tatil başlamadan önce ödeyip, ödeme acısını unutarak tatilini geçirmek istemiştir. Katılımcıların çoğunluğu; ödeme zamanı ile hizmet alım zamanını birbirinden ayırmıştır.

İnsanlar genellikle tek başına hareket etmekten çekinen, çevresinde sayıca çok olan bir kitlenin savunduğu görüşe katılarak güven duygularını arttıran sosyal bir varlıktır. Bir topluluğa ait olma hissiyatı, sorumluluklarını azaltacaktır. Verilen bir kararda negatif sonuçlar olursa birey, çoğunluğa uyduğu için kişisel zararını daha az anımsayacaktır. Sürü davranışı rasyonel ve irrasyonel sürü davranışı olarak kategorize edilmektedir. Yatırımcılar yatırım araçları ile ilgili yeterli derecede bilgiye sahip

değilse, bilgiye ulaşmak son derece zor ve maliyetli ise, edindiği bilgilerin doğruluğu konusunda tereddütleri varsa, kişisel önyargılarını bir tarafa bırakarak çoğunluğu takip etmektedir. Sadece moda ve sosyal baskıdan dolayı sürü davranışı sergileyenler de vardır. Katılımcıların farklı yatırım tercihleri ile ilgili düşünceleri ve davranışsal eğilimleri sorgulandığında toplumda sürü hissine kapılarak hareket etme durumu söz konusudur. Bilginin az olduğu, moda ve heves duygularının hâkim olduğu ayrıca sosyal baskının hissedildiği, bağımsız bir değerlendirme yapamadıkları bir ortamda bireyler rasyonel kararlar almaktan uzaklaşarak, irrasyonel sürü davranışları sergilemektedirler. Maslow'un ihtiyaçlar hiyerarşisindeki ait olma ve güvenlik ihtiyacı bireylerin sürü davranışına eğilimli olmasının kritik sebeplerinden biri olmaktadır.

Bireyler bir seri birbirinden bağımsız olayların aynı sonuçla bitmesinin ardından hemen sonra gerçekleşen olayın tam tersi bir sonuç olacağı yönünde bir yanlılık gösterirler. Yatırımcılar olumlu veya olumsuz trendin tersine döndüğü yanılığısına kapılırlar. Kumarbaz yanılığısı bireylerin şans ve rastgele olması gereken durumlara bir düzen atfetmesinden kaynaklanan yanlılıktır ve yatırımlarına zarar verebilen davranışsal finans eğilimlerinden biridir. Bu çalışmada da bireylerin birbirinden bağımsız olarak on kez havaya atılarak yazı gelen paranın onbirinci defa atılması sonucunda trendin tersine dönerek tura gelebileceğini tahmin etmesi kumarbaz yanılığının kararlarda etkin olduğunu göstermektedir.

Aşırı güvenli yatırımcı, aşırı iyimserliğin de verdiği cesaretle epey fazla ve zararına işlemler yapmaktadır. Aşına oldukları yatırım araçları ile aralarında duygusal bir bağ kurmakta, duruma göre aşırı ya da düşük tepkiler göstermektedir. Kendi görüşlerine yakın olanları arama, inandığı doğruları destekleyen bilgilere yönelme, diğer bilgiler doğru olsa bile onlara inanmama davranışları bireyleri rasyonaliteden uzaklaştırarak, duygu ve sezgilerine yönelik kararlar alarak psikolojik eğilimlerinden yüksek derecede etkilenecek karar verdikleri tespit edilmektedir.

Yatırımcıların cinsiyetleri ve yaşadıkları coğrafi alanın özellikleri ile 'riske karşı tutum', 'aşırı güven', 'aşına olma', 'sürü davranışı' ve 'belirsizlikten kaçınma' eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını araştırmak için hipotezler oluşturulmuş, Ki-Kare test yöntemi ile hipotezler değerlendirilmiştir. Elde edilen verilerin analizinde yatırımcıların cinsiyeti ile 'riske karşı tutum', 'aşırı güven', 'sürü davranışı' ve 'belirsizlikten kaçınma' eğilimleri arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı

tespit edilmiştir. Erkekler, kadınlara göre daha fazla risk sever bir tutum içindedirler ve kadınlara göre kendilerine olan güvenleri daha fazladır. Kadınlar, erkeklere göre daha fazla temayüle uyma eğiliminde ve erkeklere göre daha fazla belirsizlikten kaçınan bir tutum sergilemektedirler. 'Aşına olanı tercih etme' eğilimi ile cinsiyet arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

Son olarak yatırımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile 'riske karşı tutum', 'aşırı güven', 'aşına olma', 'sürü davranışı' ve 'belirsizlikten kaçınma' eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını araştırmak için hipotezler oluşturulmuş, Ki-Kare test yöntemi ile hipotezler değerlendirilmiştir. Katılımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile 'riske karşı tutum' ve 'belirsizlikten kaçınma' eğilimleri arasında anlamlı bir ilişki vardır. Kırsal alanda yaşayan yatırımcılar, kentsel ve metropolitan alanda yaşayan yatırımcılara göre daha fazla risk alma eğiliminde olduklarını ifade etmişlerdir. Kentsel ve metropolitan alanda yaşayanlar kırsal alanda yaşayanlara göre daha az belirsizlikten kaçınma eğilimi göstermektedirler. Katılımcıların yaşadıkları coğrafi alan ile 'aşırı güven', 'sürü davranışı' ve 'aşına olanı tercih etme' eğilimi arasında anlamlı bir ilişki saptanamamıştır.

Çoğu kez rasyonaliteden uzaklaşan bireyler, karar verirken psikolojik önyargılardan, zihinsel kısa yollardan, çerçeveleme etkisinden, sosyal etkilerden ve diğer psikolojik yanlılıklardan etkilenmektedirler. Sonuç olarak elde edilen bulgular, davranışsal finans alanında yapılan diğer çalışmaları destekler niteliktedir ve bundan sonra yapılacak olan çalışmalara teorik olarak ayrıntılı bilgiler sunmuştur. Ayrıca anket çalışması ile İzmir, Mersin ve Adana'daki yatırımcıların demografik ve finansal özellikleri ile ilgili bilgiler toplanarak, bu illerdeki bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen psikolojik eğilimler davranışsal finans temelli bir bakış açısıyla incelenmiştir.

Finans piyasalarındaki yapılan yatırımların başarısı karmaşık bir yapıya sahip olan insan davranışlarının yakından tanınması, anlaşılması ve buna uygun olan uygulamalar geliştirilmesine bağlıdır. Bireyler de önyargılarını anlayıp buna göre otokontrol geliştirme yeteneği kazanmalıdır. Otokontrol yeteneği bireyleri önyargılarından uzaklaştıracaktır. Mükemmel bir çeşitlendirme yapılamasa da bireylerin basit de olsa bir çeşitlendirme yapması gerekmektedir. Çeşitlendirme; muhafazakârlık ve aşına olma yanlılıklarına da karşıt bir durumdur. Öncelikle bireylerin ne amaçla yatırım yaptıklarının bilincinde olmaları gerekmektedir. Amaçları

belli olan yatırımcılar daha kararlı ve ileriye daha iyi görebilen bireylerdir. Spesifik amaçlar, kısmen de olsa psikolojik yanlılıklarını azaltmalarına olanak sağlamaktadır. Zihinsel muhasebenin olumsuz etkilerinden kurtulmak için mental sürecin işleyişi ve hata yapılabilecek kritik noktalar iyi tayin edilmelidir. İşletmelerin muhasebe sistemine benzetilen insan beyni de karar süreçlerini iyi koordine ederek ne kadarı, nereye, hangi yatırım araçlarına aktarması gerektiğini belirlemelidir.

Psikolojik önyargılar bireylerin sağlıklı bir yatırım kararı vermelerini engeller. İnsanların psikolojik ön yargıları derinden incelenerek bu önyargılar tanımlanıp tahmin edilebilir hale getirilirse önyargıların yatırımlara vereceği zararlar azaltılabilir. Standart bir kalıba uymayan insanların tam bir rasyonel karar alması pek olası değildir. Bireyler doğru yatırım kararları ile psikolojik zaaflarını tanıyıp onların etkilerini azaltabilir ve servetlerini arttırabilirler.

Çalışma verilerinde yatırımcıların yüksek kazanç elde edebilmesi için kendilerinde bulunması gereken temel özelliğin büyük çoğunluk tarafından bilgi ve tecrübe olarak ifade edildiği sonucuna ulaşılmıştır. Finansal eğitimin önemi olsa da tamamen psikolojik yanlılıkları çözememektedir, çünkü insanlar tek tip ve statik değildir. Fakat kısmen de olsa eğitim ve edinilen tecrübeler psikolojik önyargıları azaltmaktadır. Bu yüzden yatırım ve yatırımla ilgili birçok olgu, kavram bireylere küçük yaşlarda verilmelidir. Bireylerin piyasaya girip yatırım yaptıktan sonra öğrenmesi, birçok kayıplar yaşamasına sebep olabilmektedir. Literatürdeki çalışmaların çoğu incelendiğinde finans eğitimi alan bireylerin hiç almayanlara göre daha yüksek finansal okuryazarlık seviyesinde oldukları görülmektedir. Finansal okuryazarlık düzeyi, belli seviyelerde temelden aktarılmalı, en azından bireylerin günlük yaşamlarında karşılaşılabilecekleri finansal içerikli bilgiler öğretilmelidir.

Davranışsal finansa konu olan psikolojik yanlılıkların etkilerinin büyüklüğü ve yatırımlara verdiği zararların göz ardı edilemeyecek düzeyde olması bu eğilimlere yönelik yapılan ve yapılacak olan araştırmaların önemini arttırmaktadır. Araştırmalarda sadece anket çalışmaları ile kısıtlı kalınmaması ve karar verme süreçlerini etkileyen beynin farklı bölümlerinin deneysel yöntemlerle incelenmesi önerilmektedir. Davranışsal finansa en önemli katkı sağlayacak olan bilim dalı nöroekonomi deneyleri beyin dalgalarının ölçüldüğü tıbbi görüntüleme cihazları ile yapılmaktadır. Bu

yöntemlerin karar alma süreçlerini nöral bağlantılarla inceleyerek davranışsal finans kapsamındaki yatırımcı davranışlarına da uyarlanabilir sonuçlar elde edilebilir.



KAYNAKÇA

Abaan, E.D. (2002). *Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araşt.

Abarbanell, J.S. ve Bernard, V.L. (1992). Tests of Analysts' Overreaction / Underreaction to Earnings Information as An Explanation for Anomalous Stock Price Behavior. *Journal of Finance*, 47(3): 1181-1207.

Agrawal, A. ve Tandon, K. (1994). Anomalies or Illusions? Evidence from Stock Markets in Eighteen Countries. *Journal of International Money and Finance*. 13(1): 83-106.

Akın, H. (2009). *Menkul Kıymet Portföy Yatırımlarında Davranışsal Finans Yönetiminin Kullanılması ve Bir Uygulama Örneği*. (Yüksek Lisans Tezi). Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Aktaş, F.R. (2012) *Davranışsal Finans ve Yatırımcı Psikolojisi İMKB Üzerine Ampirik Bir Analiz*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Al-Rjoub, S.A.M., Alwaked, A. (2010). January Effect During Financial Crisis: Evidence from the U.S. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. 24(24): 29-35.

Aldemir, S. (2015). *Davranışsal Finans Açısından Yatırımcı Davranışlarının İncelenmesi: Tokat İli Örneği*. (Yüksek Lisans Tezi). Eskişehir: Gazi Osmanpaşa Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Altay, E. (2004). *Sermaye Piyasasında Varlık Fiyatlama Teorileri*. İstanbul: Derin Yayınları.

Altay, E. (2008). İMKB'de Piyasa Yönünde Sürü Davranışının İncelenmesi. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*. 2(1): 18-54.

Amenc, N. ve Sourd, V.L. (2003). *Portfolio Theory and Performance Analysis*. John Wiley & Sons.

Angı, G.G., Bekçi, İ. ve Karataş, Ö.N. (2016). Bireysel Hisse Senedi Yatırımcılarının Bilişsel Önyargıları Üzerine Bir Araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*.

Ariel, R.A. (1990). High Stock Returns Before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes. *Journal of Finance*. 45 (5): 1611-1626.

Ariely, D. (2008). *Akıldışı Ama Öngörülebilir*. Çev. Asiye Hekimoğlu Gül, Filiz Bolat. İstanbul: Optimist Yayın Grubu.

Ariel, R.E. (1987). A Monthly Effect in Stock Returns. *Journal of Financial Economics*. 18(1): 161-174.

Aronson, E. (2008). *The Social Animal*. New York: W. H. Freeman Company.

Arsad, Z. ve Coutts, J.A. (1997). Security price anomalies in the London International Stock Exchange: a 60 year perspective. *Applied Financial Economics*. 7 (5): 455-464.

Atakan, F.T. (2008). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Haftanın Günü Etkisi ve Ocak Ayı Anomalilerinin ARCH-GARCH Modelleri ile Test Edilmesi. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*. 37(2): 98-110.

Atan, S.D. Özdemir, Z.A. ve Atan, M. (2009). Hisse Senedi Piyasasında Zayıf Formda Etkinlik: İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 24 (2), 33-48.

Ateş A. (2007) *Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma*. (Yüksek Lisans Tezi). Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Atik, M., Yılmaz, B. ve Köse, Y. (2018). Bireysel Finansal Kararlarda Zihinsel Ön Yargıların Etkisi: Mental Muhasebe. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*. 1(1): 717-730.

Atkinson, R., Atkinson, R.C. ve Hilgard, E.R. (1995). *Psikolojiye Giriş I*. İstanbul: Sosyal Yayınlar.

Aydın, Ü. ve Ağan, B. (2016). Rasyonel Olmayan Kararların Finansal Yatırım Tercihleri Üzerindeki Etkisi: Davranışsal Finans Çerçevesinde Bir Uygulama. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*. 12(2): 95-112.

Aydoğan, E. (2013). *Zıtlık Yatırım Stratejisinin Davranışsal Finans Yaklaşımı ile Değerlendirilmesi - Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama-*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Bursa: Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Aytekin, S. ve Sakarya, Ş. (2014). Ocak Ayı Anomalisi: Borsa İstanbul Endeksleri Üzerine Bir Uygulama. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*. 10(23): 137-155.

Balaban, E. ve Bulu, M. Monthly Effects in an Emerging Stock Market. (1995). Unpublished Paper, *Research Department, The Central Bank of the Republic of Turkey*.

Ball, R. ve Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*. 6(2): 159-178.

Banerjee, A.V.(1992). A Simple Model of Herd Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*. 107(3): 797-817.

Banz, R. W. (1981). The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics*. 9: 3-18.

Barak, O. (2006). *Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri*. (Doktora Tezi). Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Barber, B.M. ve Odean, T. (1999). The Courage of Misguided Convictions. *Financial Analysts Journal*. 55(6): 41-55.

Barber, M.B. Odean, T. (2001). Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, And Common Stock Investment. *Quarterly Journal of Economics* 116(1):261-292.

Barber, B.M. ve Odean, T. (2000). Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *Journal of Finance*. 55 (2): 773-806.

Barberis, N. Shleifer, A. ve Vishny R. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*. 49(3): 307-343.

Barberis, C.N. (2013). Thirty Years of Prospect Theory in Economics : A Review and Assessment. *Journal of Economic Perspectives*, 27(1): 173-196.

Barberis, N., ve Thaler, R., (2002). A Survey of Behavioral Finance. *Forthcoming in the Handbook of the Economics of Finance*.

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=327880. 06.07.2018

Barone, E. (1990). The Italian Stock Market Efficiency and Calendar Anomalies. *Journal of Banking and Finance*. 14 (3): 483-510.

Başoğlu, U., Ceylan, A. ve Parasız, İ. (2001). *Finans, Teori, Kuram, Uygulama*. Bursa: Ekin Kitapevi.

Benartzi, S. - Thaler, R.H. (1995). Myopic Loss Aversion and The Equity Premium Puzzle. *The Quarterly Journal of Economics*. 110(1): 73-92.

Bernard, V. L. ve Thomas, J. K., (1989). Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?, *Journal of Accounting Research*. 27(3): 1-48.

Bernstein, W. (2005). *Yatırımın Dört Temel Taşı*. Çev. Nusrat Avhan, Neşenur Domaniç. İstanbul: Scala Yayıncılık.

Bikhchandani, S., Hirshleifer, D. ve Welch, I. (1998). Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades. *Journal of Economic Perspectives*. 12(3): 151-170.

Bildik, R. (2000). *Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma*. İstanbul: İMKB Yayını.

Bodie, Z., Kane, A. ve Marcus, A.J. (2009). *Investments*. Singapur: Mc Graw Hill Yayınevi.

Bonar, J. (1926). The Theory of Moral Sentiments by Adam Smith, 1759. *Journal of Philosophical Studies*. 1(3): 333-353.

Borensztein, E. ve Gelos, R.G. (2001). A panic-prone pack? The behavior of emerging market mutual funds, *IMF Working Paper*. 00(198): 1-36.

Bostancı, F. (2003). *Davranışçı Finans*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

Bozkurt V. (2004). *Değişen Dünyada Sosyoloji*. Bursa: Ekin Yayınevi.

Böyükaslan, A. (2012). *Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Afyonkarahisar Örneği*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Afyonkarahisar: Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Cajueiro, D.O. ve Tabak, B.M. (2009). Multifractality and herding behavior in the Japanese stock market. *Chaos, Solitons and Fractals*. 40: 497–504.

Canbaş, S. ve Kandır, Y.S. (2007). Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerindeki Etkisi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 22(2): 219-248.

Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2006). *Sermaye Piyasası ve Menkul Kıymet Analizi*. Bursa: Ekin Kitabevi.

Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (1998). *Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi*. Bursa: Ekin Yayınevi.

Chang, S.C., Chen, S.S., Chou, R.K. ve Lin, Y.H. (2008). Weather and Intraday Patterns in Stock Returns and Trading Activity. *Journal of Banking and Finance*. 32: 1754–1766.

Chevalier, C. Ve Ellison, G. (1999). Career Concerns of Mutual Fund Managers. *Quarterly Journal of Economics*. 114(2): 1-44.

Chiang, T.C, Zheng, D. (2010). An Empirical Analysis Of Herd Behavior In Global Stock Markets. *Journal Of Banking & Finance*. 34(8): 1911–1921.

Chopra, N. Lakonishok, J. ve Ritter, J.R. (1992), Measuring Abnormal Performance: Do Stocks Overreact??. *Journal of Financial Economics*. 31(2): 235-268.

Corhay, A., Hawawini, G. ve Michel, P. (1987). Seasonality in the Risk-Return Relationship: Some International Evidence. *Journal of Finance*. 42(1): 49-68.

Cornicello G. (2003). *Behavioral Finance and Speculative Buble*. Universita Commercial Luigi Bocconi E.T. Milano, 23.

Cross, F. (1973). The Behavior of Stock Prices on Fridays and Mondays. *Financial Analysts Journal*. 29(6): 67-69.

Cunningham, L.A. (2002). Behavioral Finance and Investor Governance. *Cardozo Law School Public Law and Legal Theory Research Paper Series*. Working Paper No: 32.

Daniel, K., Hirshleifer, D. ve Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under - and Overreactions. *Journal of Finance*. 53(6): 1839-1885.

Demirer, R. ve Karan, M.B. (2002). An Investigation of the Day of the Week Effect on Stock Returns in Turkey. *Emerging Markets Finance and Trade*. 38: 47-77.

De Bondt, W.F.M. ve Thaler, R.H. (1985). Does The Stock Market Overreact. *Journal of Finance*. 40 (3): 793-805.

Dodonova, A. ve Khoroshilov, Y. (2002). *Applications of Regret Theory to Asset Pricing*. 1-32.

Doğukanlı, H. ve Ergün, B. (2011). Davranışsal Finans Etkin Piyasalara Karşı: Aşırı Tepki Hipotezinin İMKB’de Araştırılması. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 20(1): 321-336.

Dowling, M., Lucey, B. (2010). Other Behavioral Biases. H.K.Baker ve J.R.Nofsinger (Ed.), *Behavioral Finance. Investor, Corporations and Markets*, JohnWiley&Sons, 313-330.

Döm S. (2003). *Yatırımcı Psikolojisi ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma*. İstanbul: Değişim Yayınları.

Durukan, B. (2004). Aşırı Tepki Hipotezi; İstanbul Menkul Kıymetler Borsasından Kanıtlar. *VIII. Ulusal Finans Sempozyumu, İstanbul Üniversitesi Sempozyum Kitabı*.

Dyl, E. (1977). Capital Gains Taxation and the Year-End Stock Market Behavior. *Journal of Finance*.

Ede, M. (2007). *Davranışsal Finans ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama*. (Yüksek Lisans Tezi.) İstanbul: Marmara Üniversitesi, Bankacılıkve Sigortacılık Enstitüsü.

Ellsberg, D. (1961). Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms. *The Quarterly Journal of Economics*. 75(4): 643-669.

Erdoğan, İ. (1994). *İşletmelerde Davranış*. İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım.

Erdoğan, M. ve Elmas, B. (2010). Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Anomaliler ve Bireysel Yatırımcı Üzerine Bir Araştırma. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 14(2): 1-22.

Ergün, B. (2009). *Piyasa Anomalileri ve Aşırı Tepki Hipotezinin İMKB'DE Araştırılması*. (Yüksek Lisans Tezi). Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ertan, Y. (2007). *Davranışsal Finans ve Pişmanlık Teorisi'nin Döviz Kuru Riskinden Korunma Kararına Etkisi*. (Yüksek Lisans Tezi). Bursa: Uludağ Üniversitesi.

Eser, R. ve Toıgonbaeva, D. (2011). Psikoloji ve İktisatın Bileşimi Olarak, Davranışsal İktisat. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*. 6(1): 287-321.

Ferris, S.P., Haugen, R.A. ve Makhija, A.K. (1987). Predicting Contemporary Volume with Historic Volume at Differential Price Levels: Evidence Supporting The Disposition Effect. *Journal of Finance*. 43(1987): 677-697.

Fettahoğlu, A. (2003). *Menkul Değerler Yönetimi*. İstanbul: Çizgi Kitabevi.

Freedman, J.L., Sears, D.O. ve Carlsmith, J.M. (2003). *Sosyal Psikoloji*. Çev. Ali Dönmez. Ankara: İmge Kitabevi.

French, K. R. (1980). Stock Returns and The Weekend Effect. *Journal of Financial Economic*. 8: 55-69.

French, K.R. & Poterba, J.M. (1991). Investor Diversification and International Equity Markets. *American Economic Review*. 81(2): 222-226.

Fuller, R.J. (2000). Behavioral Finance and the Sources of Alpha. *Journal of Pension Plan Investing*. 2(3): 1-21.

Gazel, S. (2014). *Davranışsal Finans Psikolojik Eşik ve Önyargılar*, Ankara: Detay Yayıncılık.

Glaser, M. ve Weber, M. (2007). Overconfidence and Trading Volume. *Geneva Risk and Insurance Review*. 32(1): 1-36.

Gollier, C. ve Salanié, B. (2006). Individual Decisions under Risk, Risk Sharing and Asset Prices with Regret. <http://idei.fr/sites/default/files/medias/doc/by/gollier/individual.pdf>, (15.01.2019).

Gökbel, S.A. (2003). *Sürü Temelli Portföyler ve İ.M.K.B.'de Uygulanabilirliği*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

Görener, R. (2003). *Investors Behaviour and Rotated Asset Pricing Models: Empirical Evidence*. (Unpublished Doctoral Dissertation). N.Y. USA: Faculty of Rensselaer Polytechnic Institute.

Grinblatt, M. ve Moskowitz, T.J. (1999). The Cross Section Of Expected Returns And Its Relation To Past Returns: New Evidence. *CRSP Working Paper*. 99(09): 1-42.

Gunaratne, P.S.M. & Yonesawa, Y. (1997). Return Reversals In The Tokyo Stock Exchange: A Test of Stock Market Overreaction. *Japan and the World Economy*. 9 (3): 363-384.

Gül, M., Ekşi, İ.H. ve Sürme, M. (2017). Davranışsal Finans Açısından Altın Yatırımcılarının Davranışlarının İncelenmesi: Gaziantep Örneği. *Maliye Finans Dergisi*. (108): 143-166.

Gümüş, F.B., Koç, M. ve Agalarova, M. (2013). Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararları Üzerinde Etkili Olan Demografik ve Psikolojik Faktörlerin Tespiti Üzerine Bir Çalışma: Türkiye ve Azerbaycan Uygulaması. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 4(6): 71-94.

Günak, N. (2007). *İleri Teknik Analiz Uygulamaları*. İstanbul: Literatür Yayınevi.

Güngör, B. (2003). Finans Literatüründe Anomali Kavramı ve Etkin Piyasalar Hipotezi. *Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. 17(1-2): 99-128.

Gürkan, Ş. (2009). *Finansal Piyasalarda Aşırı Reaksiyonun Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası*. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Gürünlü, M. (2011). Finansal Piyasaların Etkinliği Teorisinden Davranışsal Finansa: Finans Teorisinin Evrimi. *Maltepe Üniversitesi. Maliye Finans Yazıları*. 25(92): 31-50.

Hammond, J.S., Keeney, R.L. ve Raiffa, H. (1998). The Hidden Traps in Decision Making. *Harvard Business Review*. 13(1): 39-47.

Healy, A., Pate, J. (14 Nisan 2007). Overconfidence, Social Groups, and Gender: Evidence from the Lab and Field. <https://ssrn.com/abstract=934320>. (24.11.2018).

Heiko, Z. (2001). What Drives the Disposition Effect?. *University of Mannheim Working Paper. Sonderforschungsbereich:504*. 1-18.

Ho, Y.K. (1990). Stock Return Seasonalities in Asia Pacific Markets. *Journal of International Financial Management and Accounting*. 2(1): 47-77.

Hong, H. ve Stein J.C. (1999). A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets. *The Journal of Finance*. 54(6): 2143-2184.

Hong, H.G., Kubik, J.D. ve Solomon, A. (2000). Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts. *RAND Journal of Economics*. 31(1). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=203388. 05.01.2019.

Ivković, Z. ve Weisbenner, S. (2007). Information Diffusion Effects in Individual Investors' Common Stock Purchases: Covet Thy Neighbors' Investment Choices. *The Review of Financial Studies*. 20(4): 1327-1357.

Jacobsen, B., Lee, J.B. ve Marquering, W. ve Zhang, C.Y. (2014). Gender differences in optimism and asset allocation. *Journal of Economic Behavior and Organization, Elsevier*. 107: 630-651.

Jegadeesh, N. ve Titman, S. (1995). Overreaction, Deleyed Reaction and Contrarian Profits. *Review of Financial Studies*. 8(4): 973-994.

Jaffe, J. ve Westerfield, R. (1985). The Week-End Effect in Common Stock Returns: The international Evidence. *The Journal of Finance*. 40(2): 433-454.

Jaffe, J. ve Westerfield, R. (1989). Is There a Monthly Effect in Stock Market Returns? Evidence From Foreign Countries. *Journal of Banking and Finance*, 13 (2), 237-244.

Jaffe, J.F. (1974). Special Information and Insider Trading. *The Journal of Business*. 47(3): 410-28.

Kahneman, D., Slovic, P., Tversky, A. (1973). Jugment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science, New Series*. 185(4157). 1124-1131.

Kahneman, D. ve Tversky A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*. 47(2): 263-289.

Kahneman D., ve Tversky, A. (1981). The Framing of Decisions and the Psychology of Choice Science. *New Series*. 211(4481):53-458

Kahneman, D., ve Tversky, A. (1982). The psychology of preferences. *Scientific American*, 246(1): 160-173.

Kahneman, D. ve Tversky, A. (1986). Rational Choice and The Framing Decisions. *The Journal of Business*. 59 (4): 251-278.

Kahneman, D., Knetsch, J.L. ve Thaler, H.R. (1991). Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias. *The Journal of Economic Perspectives*. 5(1): 193-206.

Kandır, S. Y. (2006). *Türkiye’de yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi*. (Doktora Tezi). Adana:Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Karabıyık, L. ve Anbar, A. (2010). *Sermaye Piyasası ve Yatırım Analizi*. Bursa: Ekin Yayınevi

Karan, M.B. (2001) *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Karaoğlu, E. (1995). *Portföy Teorisi, Yatırım Fonları, Türk Yatırım Fonlarının Değerlendirilmesi*. (Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi). Ankara: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı.

Kenneth R.F. and Poterba, J.M. (1991). Investor Diversification And International Equity Markets. *American Economic Review*. 81(2): 222-226.

Kıyılar, M. ve Karakaş, C. (2005). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Zamana Dayalı Anomalilere Yönelik Bir İnceleme. *İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi*. 16(52): 17-25.

Kılıç, İ. ve Ural, A. (2005). *Bilimsel Araştırma Süreci ve SPSS ile Veri Analizi* Ankara: Detay Yayıncılık.

Kocaman, B. (1995). *Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bazı Gözlem ve Değerlendirmeler*. İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları

Koçel, T. (2003). *İşletme Yöneticiliği*. İstanbul: Beta Yayıncılık.

Korkmaz, T., Aydın, N. ve Sayılğan, G. (2013). *Portföy Yönetimi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Açık Öğretim Fakültesi Yayını.

Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2006). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin Kitabevi.

Kuşcuoğlu, Ö. (1995). *Yatırımcının Risk Psikolojisi*. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.

Lakonishok, J. ve Smidt, S. (1988) Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety Year Perspective. *The Review of Financial Studies*. 1(4): 403-425.

Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R.W., (1992). The impact of institutional trading on stock prices. *Journal of Financial Economics*. 32: 23-43.

Langer, E. J. ve Roth, J. (1975). Heads I win, tails it's chance: The illusion of control as a function of the sequence of outcomes in a purely chance task. *Journal of Personality and Social Psychology*. 32(6): 951-955.

Lauterbach, B. ve Ungar, M. (1992). Calendar Anomalies: Some Perspectives from the Behavior of the Israeli Stock Market. *Applied Financial Economics*. 2 (1): 57-60.

- Le Bon, G. (2016). *The Crowd: A Study of the Popular Mind*. Neeland Media LLC.
- Leroy, S.F. ve Werner, J. (2001). *Principles of Financial Economics*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Loewer B. (2011). *30 Saniyede Ekonomi*. Çev. Sermin Sarıca. İstanbul: Caretta Yayınevi.
- Loomes G. ve Sugden, R. (1986). Disappointment and Dynamic Consistency in Choice Under Uncertainty. *Review of Economic Studies*. 53(2): 271-282.
- Mackay, C. ve La Vega, J.D. (2000). *Olağanüstü Kitlese Yanılgılar ve Kalabalıkların Çılgınlığı*. Çev. Ali Perşembe ve Levent Cinemre. İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Mackay, C. (2011). *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*. İngiltere: Richard Bentley.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. 7(1): 77-91.
- Maug, E. Ve Naik, N. (1995). Herding and Delegated Portfolio Management: The Impact of Relative Performance Evaluation on Asset Allocation.
- Mazgit, İ. (2007). Sermaye Piyasalarında Spekülasyon: Tarihin Tekerrürü. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*. No:10: 8-11.
- Mcafee, R.P., Mialon, H.M. ve Mialon, S.H. (2007). Do Sunk Costs Matter?. *Economic Inquiry*. 48(2): 323-336.
- Mcmahon, R.G.P. (2005). *Behavioural Finance: A Background Briefing*. <http://www.flinders.edu.au/sabs/business/research/papers/05-9.pdf>, (08.20.2018).
- Miller H. M. (2000). The History Of Finance: An Eyewitness Account. *Journal of Applied Corporate Finance*. Morgan Stanley. 13(2): 8-14.
- Mills, T.C. ve Coutts, J.A. (1995). Calendar Effects in the London Stock Exchange. *The European Journal of Finance*. 1(1): 79-93.
- Monteir, J. (2002). *Behavioural Finance Insights Into Irrational Minds and Markets*. England: Jonhn Wiley and Sons.
- Neisser, U. (2014). *Cognitive Psychology*. Psychology Press.
- Nevins, D. (2004). Goals-based Investing: Integrating Traditional and Behavioral Finance. *The Journal of Wealth Management*. 6(4): 1-24.

Nofsinger, J.R. (2014). *The Psychology of Investing*. Çev. Sümeyra Gazel, Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.

Otluoğlu, E. (2009). *Davranışsal Finans Çerçevesinde Aşırı Güven Hipotezinin Test Edilmesi: İMKB’de Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Osborne, M.F.M. (1962). Periodic Structure of the Brownian Motion of Stock Prices. *Operation Research*. 10 (3): 345-379.

Öncü, M.A. ve Özevin, O. (2017). Kadınların Yatırım Alışkanlıklarının Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*. 16(61): 1-19.

Öncü, S., Aktaş, H., Kargın, S., Aktaş, R. ve Kayalı, N. (2001). Yatırımcıların Anormal Fiyat Değişimlerine Tepkisi. [https://www.researchgate.net/publication/290394450_Yatirimcilarin_Anormal_Fiyat_Degisimlerine_Tepkisi_Gun_Ici_Verilerle_IMKB_Uzerine_Bir_Inceleme,\(10.12.2018\).](https://www.researchgate.net/publication/290394450_Yatirimcilarin_Anormal_Fiyat_Degisimlerine_Tepkisi_Gun_Ici_Verilerle_IMKB_Uzerine_Bir_Inceleme,(10.12.2018).)

Özerol, H. (2011). *Davranışsal Finans*. Ankara: Elma Yayınevi.

Özmen, T. (1997). *Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir İnceleme*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayını.

Öztopçu, D. ve AYTEKİN, S. (2017). Bireysel Yatırım Kararlarının Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi ve Balıkesir İlinde Bir Uygulama. *Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi*. 61: 456-476.

Öztürk, Ö., Eraslan, D. ve Kayahan, B. (2005). Emosyon ve Temel İnsan Davranışlarının Evrimsel Gelişimi. *Yeni Sempozyum: Psikiyatri, Nöroloji ve Davranış Bilimleri Dergisi*. 43(1): 14-19.

Parasız, İ. (1992). *Para, Banka ve Finansal Piyasalar*. Bursa: Ezgi Kitabevi.

Pech, W.ve Milan, M. (2009). Behavioral Economics and the Economics of Keynes. *Journal of Socio-Economics*. 38: 891-902.

Phan, K.C. ve Zhou, J. (2014). Factors Influencing Individual Investors Behaviour: An Empirical Study of The Vietnamese Stock Market. *American Journal of Bussiness and Management*. 3(2): 77-94.

Phillips, L. D., ve Edwards, W. (1966). Conservatism in a simple probability inference task. *Journal of Experimental Psychology*, 72(3): 346-354.

Polanyi, K. (2007). *Büyük Dönüşüm*. Çev. Ayşe Buğra. İletişim Yayıncılık.

Pompian, M.M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management, How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*. New Jersey: John Wiley, & Sons, Inc.

Prast, H. (2004). Investor Psychology, A Behavioral Explanation of Six Finance Puzzle. *Research Series Supervision, De Nederlandsche Bank*. 2-25.

Prendergast, C., Stole, L. (1996). Impetuous Youngsters and Jaded Old-Timers: Acquiring a Reputation for Learning. *Journal of Political Economy*. 104(6): 1105-1134.

Reilly, F. K. (1995). *Investments*. New York: The Dryden Pres.

Ricciardi, V. (2003). A Research Starting Point for the New Scholar: A Unique Perspective of Behavioral Finance. *Journal of Behavioral Finance*. 3(12): 1-21.

Ritter, J.Y. (2003). Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal* 11(4): 429-437.

Ritter, J. (1991). The Long Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*. 46(1): 1-25.

Ross, S. A. (1976). Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*. 13(3): 341-360.

Rozeff, M. S. ve Kinney, W. R. (1976). Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns. *Journal of Financial Economics*. 3 (4): 379-402.

Russel, J.F. (2000). Behaviorual Finance anda Sources of Alpha. *Journal of Pension Investing*. 2(3): 7-19.

Scharfstein, D.S. ve Stein, J.C. (1990). Herd Behavior and Investment. *The American Economic Review*. 80(3): 465-479.

Sefil S. ve Çilingiroğlu H. K. (2011). Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 10(19): 247-268.

- Selden, G.C. (2012). *Psychology of the Stock Market*. İngiltere: Martino Fine Books.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası Finans*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Sezer, D. (2013). *Yatırımcı Davranışlarının Etkinliği ve Psikolojik Yanılsamalar*. (Yüksek Lisans Tezi). Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Shafir, E., Diamond, P. ve Tversky, A. (1997). Money Illusion. *The Quarterly Journal of Economics*. 112(2): 341-374.
- Shefrin, H. ve Statman, M. (1984). The Disposition to Sell Winner Too Early and Ride Loses Too Long: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*. 40(3): 777-790.
- Shiller, R.J. (2000). Measuring Buble Expectations And Investor Confidence. *The Journal of Psychology and Financial Markets*. 1(1): 49- 60.
- Shiller, R.J. (2001). Human Behaviour and The Efficiency of The Financial System. *Cowles Foundation Paper*. 1025: 1305-1340
- Shiller, R.J. (2001). Bubbles, Human Judgment, and Expert Opinion. *Cowles Foundation Discussion Paper*. No. 1303.
- Shiller, R.J. (2003). From Efficient Market Theory To Behavioral Finance. *Journal of Economic Perspectives*. 17(1): 83-104.
- Sönmez, T. (2010). *İMKB’de Aşırı Tepki Hipotezi Üzerine Bir Araştırma*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Ankara: Hacettepe Üniversitesi Davranışsal Finans Yaklaşımı.
- Süer Ö. (2007). Yatırım Kararlarında Alınan Risk Düzeyinin Belirlenmesine İlişkin Ampirik Bir Çalışma. *Öneri Dergisi*. 7(28): 97-105.
- Svenson, O. (1981). Are We All Less Risky and More Skilful Than Our Fellow Drivers?. *Acta Psychologica*. 47(1981): 143-148.
- Şen, M. (2003). Beklenti Teorisi ve Ticari Bankalarda Uygulanması. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*. 18(209): 82-92.
- Tamer, T. ve Kayalıdere, K. (2002). 1995-2000 Döneminde İMKB’de Anomali Araştırması. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*. 9(1-2): 1-24.
- Taner, B. ve Akkaya G.C. (2005). Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. 27: 47-54.

Thaler, R. ve Russell, T. (1987). The Relevance of Quasi – Rationality in Competitive Markets. *American Economic Review*. 77(3): 499-501.

Thaler R. (1985). Mental Accounting and Consumer Choice. *Marketing Science*. 4(3): 199-214.

Thaler, R. (1980). Toward a Positive Theory of Consumer Choice. *Journal of Economics Behavior and Organization*. 1: 39-60.

Thaler, R. (1985). *Mental Accounting and Consumer Choice*. Marketing Science. 4(3): 199-214.

Thaler, H.R. (1999). Mental Accounting Matters. *Journal of Behavioral Decision Making*. 12(3): 183-206.

Tomak, S. (2009). Girişimci Hevristikleri: Bir Kavramsal Çözümleme. *Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 10(2): 145-166.

Topaloğlu, E. E., Ege, İ. ve Coşkun, D. (2012). Davranışsal Finans ve Anomaliler: Ocak Ayı Anomalisinin İMKB’de Test Edilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. 175-189.

Toshino, M. ve Suto, M. (2004). *Cognitive Biases of Japanese Institutional Investors: Consistency with Behavioral Finance*. Working Paper Series, Waseda University Institute of Finance, 1-16.

TSPAKB, (2011) “Türkiye Sermaye Piyasası 2010:Sermaye Piyasasında Gelişmeler–Yatırımcı Analizi–Aracı Kuruluşlar, http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Yillik_Yayinlar_2010_yatirimcianaliz_i_2009.

Tufan, E. (2008). *Davranışsal Finans: Finansal Kararları Yönlendiren Sosyal Psikolojik Anomalilerin Davranışsal Finans Bağlamında İncelenmesi ve İMKB Açısından Değerlendirilmesi*. Ankara: İmaj Yayınevi.

Tversky, A. ve Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science, New Series*. 185(4157): 1124-1131.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, (2011). Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisans Eğitimi Kılavuzları, <http://www.tspakb.org.tr/tr/default.aspx?tabid=92>.

Ülkü, N. (2001). Finasta Davranış Teorileri ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı. *İMKB Dergisi*. 5(17): 101- 132.

Ülkü, N. (2011). Finasta Davranış Teorileri ve İMKB'nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı. *İMKB Dergisi*. 5(17): 101-132.

Üstünel, İ.E. (2000) *Durağan Portföy Analizi ve İMKB Verilerine Uygulanması*. Ankara: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.

Yaşar, B. (2008). *Davranışsal Finans ve Fiyat Köpüğü: İ.M.K.B. Endekslerinde Fiyat Köpüğüyle İlgili Mevsimsel Birim Kök Araştırması*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yılmaz, C. Yılmaz, A. (2016). Melek Finansman İçinde Kadın Yatırımcıların Yeri: Kadınlar Melek Midir?. *Ardahan Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 3: 185-199.

Yiğiter, Ş.Y. ve Ilgın, K.S. (2015). BIST-100 Endeksinde Ocak Ayı Anomalisinin Güç Oranı Yöntemiyle Test Edilmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 30(2): 171-187.

Yörük, N. (2000). *Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB'de Test Edilmesi*. İstanbul: İ.M.K.B. Yayınları.

Yörükoğlu, A. (2007). *Davranışsal Finans*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yücel, T. ve Taşkin, F.D. (2007). Aşırı tepki hipotezi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndan kanıtlar. *İktisat, İşletme ve Finans*. 22(260): 26-37.

Wachtel, S.B. (1942). Certain Observations on Seasonal Movement in Stock Prices. *The Journal of Business of the University of Chicago*. 15(2): 184-193.

Wood, A.R., McInish, T.H. ve Ord, J.K. (1985). An Investigation of Transaction Data for NYSE Stocks. *The Journal of Finance*. 40 (3): 723-739.

Zweig, J. (2011). *Paranız ve Beyniniz*. Çev. Necdet Ünal İlbeyli. İstanbul: İnkılap Kitabevi.